

# 传媒行业

## 移动扬帆，链接全球

### 核心观点：

近年来中国移动互联网出海势头强劲，而过去的二级市场似乎并未明显享受到厂商出海带来的红利，我们认为事情或许正在发生积极的变化。一方面是出海深度和广度增强，中国互联网公司在全世界已经体现出了极强的竞争优势；另外一方面则是上市公司逐步出海，海外市场的地位有望从国内市场的附庸提升为上市公司新增长极，二级市场投资者或能享受相应红利。我们将试图通过互联网出海的系列报告，为投资者描摹中国互联网出海图景。

#### 1) 基础设施逐步成熟，过半人口卷入移动互联网

我们认为全球的移动互联网过去几年的发展为中国企业出海打下了基础。基础条件包括：全球过半人口被卷入移动互联网（已有 43.9 亿网民，渗透率 57%）；基础设施如手机保有量和通讯环境逐步成熟；商业化细分市场当中的广告、游戏、电商等均有较大的市场潜力。

#### 2) 这一次重提出海有什么不同？

中国移动互联网公司出海经历了四个阶段：起步→发展→升级→成熟。我们认为市场环境有 3 大变化：1) 国内战场饱和、政策趋严下决定了出海的必要性，国产手机和硬件设施此前的出口浪潮决定了出海的充分性。2) 出海形式上从工具类应用，到内容等重度产品和资本的全面出海。3) 经过国内竞争后，国内互联网已形成了全球范围内的先发优势（产品、运营和资本）。

#### 3) 新的出海路线图：全球化运营，反攻成熟市场

在字节跳动、腾讯、网易为代表的头部企业影响下，国内公司出海路径的选择明显有变，从过去选择周边熟悉的东南亚等边缘地区为第一优先级，到建立全球化运营团队。我们将全球国家地区按照互联网发达程度分成 4 类，并认为中国大陆互联网公司在部分中高发展地区（东南亚、港澳台地区）已取得了较大的出海先发优势，后续的发展重点一方面是向成熟市场如美国、日韩渗透，另外一方面则是利用资本杠杆快速抢占欠发达新兴市场的红利。

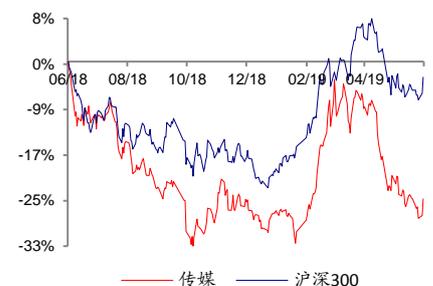
**投资建议：**我们认为未来 2-3 年内中国移动互联网出海将持续保持强劲势头，可以沿着两条线在 A 股寻找互联网出海的相关标的：a) 以游戏等重度内容为主的 A 股上市公司。国内的游戏公司有着较完备的产品设计经验和较强的运营能力，部分公司具有极强的全球化发行能力和资本储备。推荐关注三七互娱、游族网络、宝通科技、中文传媒等公司。b) 服务于出海互联网公司的营销企业，由于全球流量成本逐渐升高，国内互联网公司出海过程中需要进行大量的广告投放，国内营销公司或能从出海热潮中直接受益，可关注蓝色光标、智度股份、汇量科技等。

**风险提示：**出海速度不及预期的风险；当地政策法规收紧的风险；国内货币政策超预期收紧的风险

### 行业评级

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-06-12

### 相对市场表现



#### 分析师：

旷实



SAC 执证号：S0260517030002

SFC CE No. BNV294



010-59136610



kuangshi@gf.com.cn

#### 分析师：

朱可夫



SAC 执证号：S0260518080001



021-60759783



zhukefu@gf.com.cn

请注意，朱可夫并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

传媒行业:广电获工信部颁发的 5G 牌照, 风险偏好降低可回归防御性板块	2019-06-09
传媒行业:市场低风险偏好下关注防御性板块, 持续关注 IPTV/OTT 市场	2019-06-02
传媒行业:美团 19Q1 财报略超预期, 游戏市场增速略复苏	2019-05-26

#### 联系人：

叶敏婷 021-60759783

yeminting@gf.com.cn

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
光线传媒	300251.SZ	人民币	6.85	2019/4/25	增持	8.71	0.25	0.32	27.76	21.41	35.0	25.5	7.70	8.90
横店影视	603103.SH	人民币	23.36	2019/3/11	增持	27.38	0.72	0.80	32.39	29.31	17.5	15.5	13.00	12.50
芒果超媒	300413.SZ	人民币	39.07	2019/4/30	买入	45.5	1.16	1.43	33.56	27.33	6.5	4.8	18.10	18.52
视觉中国	000681.SZ	人民币	17.64	2019/1/16	买入	30.8	0.72	0.96	24.42	18.38	31.6	23.3	15.00	16.20
平治信息	300571.SZ	人民币	40.35	018/10/29	买入	-	2.29	3.04	17.60	13.29	9.7	6.7	36.50	33.60
万达电影	002739.SZ	人民币	19.03	2019/4/30	买入	27.72	0.74	0.84	25.72	22.65	15.2	13.4	9.50	9.70
新媒股份	300770.SZ	人民币	88.99	2019/5/7	买入	78.05	2.23	2.94	39.83	30.31	34.0	25.1	27.84	26.78
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.19	2019/4/30	买入	5.75	0.23	0.32	18.22	13.09	10.3	6.8	7.20	9.00
完美世界	002624.SZ	人民币	24.30	2019/4/30	买入	33.2	1.66	1.91	14.64	12.72	10.42	8.01	21.93	19.08
吉比特	603444.SH	人民币	197.80	2019/4/25	买入	231.8	11.59	13.08	17.07	15.12	10.8	8.9	24.60	23.70
三七互娱	002555.SZ	人民币	12.58	2019/4/27	买入	14	0.87	1.02	14.53	12.39	11.0	8.3	24.21	22.86
美吉姆	002621.SZ	人民币	22.26	2019/4/17	增持	24.4	0.47	0.65	47.18	34.39	26.1	20.6	11.90	14.90
科斯伍德	300192.SZ	人民币	9.60	2018/10/11	买入	-	0.50	0.68	19.09	14.20	9.55	5.97	13.12	14.90
分众传媒	002027.SZ	人民币	5.50	2019/4/25	买入	7.26	0.29	0.36	19.19	15.34	15.5	11.0	22.70	21.20
新经典	603096.SH	人民币	56.54	2019/4/21	买入	71.5	2.17	2.67	26.11	21.19	20.1	15.5	16.20	15.20
中南传媒	601098.SH	人民币	12.44	2019/4/23	增持	13.88	0.75	0.83	16.65	15.01	4.4	3.0	9.10	9.10
猫眼娱乐	01896.HK	港元	11.22	2019/5/6	买入	19.24	0.60	0.86	18.70	13.05	7.5	5.5	10.56	13.14
美团点评	03690.HK	港元	61.30	2019/5/25	买入	66.5	-0.77	-0.08	-	-	-	95.8	-5.30	-0.60
爱奇艺	IQ.O	美元	18.19	2019/5/18	买入	25.32	-1.72	-7.06	-	-	-	-	-90	-115
网易	NTES.O	美元	262.84	2019/5/17	买入	310	8.55	9.83	30.76	26.75	19.7	16.5	12.01	11.30

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

 备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算; 1) 爱奇艺 2019 年预计亏损, 2019~2021 年参考 PS 估值分别为 3.8x、3.1x 和 2.6x ;  
 2) 网易的 EPS 分母为存托凭证 (ADR) 口径, ADR 和普通股的比例为 1: 25。

## 目录索引

一、全球视野：基础设施逐步成熟，过半人口卷入移动互联网 .....	6
1. 全球移动互联网基础设施：手机出货量和通信设施均开始步入成熟期.....	6
2. 用户数量：全球过半人口接入移动互联网；时长&流量增长提速 .....	7
3. 应用层面：依托人口红利，全球线上 APP 市场仍有广阔空间 .....	10
二、出海概况：从轻度到重度，从发展中到成熟市场 .....	11
1. 中国移动互联网公司出海阶段：起步→发展→升级→成熟 .....	11
2. 地区演进规律：前期欠发达地区，近年来重新出海成熟市场 .....	12
3. 除社交网络，中国厂商出海在广告、游戏、电商领域均取得优异成绩.....	14
三、这一次重提出海与过去有什么不一样? .....	16
1. 手机和网络端等硬件设施上中国公司已经引领了全球趋势 .....	16
2. 国内战场饱和，人口红利消失，政策转向下被迫出海 .....	18
3. 出海公司和产品数量丰富；类别上从工具走向内容逐步变重 .....	19
4. 中国移动互联网公司在成熟市场已形成产品、运营和资本的优势 .....	21
四、未来哪些区域将是中国移动互联网公司的重点区域 .....	24
1. 已有优势的新兴市场：港澳台、东南亚 .....	26
2. 逐步渗透成熟市场：美国、日本、韩国 .....	29
3. 潜力较大的新兴市场：印度、非洲、中东、南美 .....	30
投资建议： .....	34
风险提示 .....	36

## 图表索引

图 1: 18Q3 全球手机出货量同比下滑 3%达到 3.56 亿台	6
图 2: 全球主要 6 个地区的带宽速度都在逐步改善	7
图 3: 2019 年预计全球上网人口同增 9%达到 44 亿人	8
图 4: 2018 年全球全设备单日上网时间已经达到 6.8 小时	8
图 5: 18Q3 目前单台设备单月的平均流量消耗在 7.0GB 左右	9
图 6: GSMA 预计全球的手机保有量渗透率将在 2025 年达到 80%左右	9
图 7: 部分网络欠发达地区新增智能手机用户增长迅速	10
图 8: 2018 年全球手机应用商店消费额达到 714 亿美元	11
图 9: 2018 年全球手机应用商店下载量达到 1053 亿次	11
图 10: 中国互联网公司出海的四个阶段划分	12
图 11: 2016-2017 年全球各地区 APP 下载量占比变化 (%)	13
图 12: 2016Q1-2017Q4 各品类出海 APP 在各区域的预算分布比例 (%)	13
图 13: 2016-2017 年出海 APP 在世界主要地区覆盖率 (%)	14
图 14: 全球的即时通讯网络软件分布情况	14
图 15: 中国移动游戏在全球非中国地区份额占比上升至 16%	15
图 16: 预计到 2022 年全球的移动互联网广告总花费将达到 3325 亿美元	15
图 17: 各个主要地区 2018 年电商渗透率均有较大幅度提升	16
图 18: 近年来中国的通信设备商华为、中兴增速较快	17
图 19: 2011-2018 年华为的海外收入占比始终高于 45%	17
图 20: 12Q1-18Q3 中国品牌的手机出货量在全球份额中逐步升高	18
图 21: 2018 年国内手机网民增速约为 9%	18
图 22: 2016Q1-2017Q4 出海企业数量及 APP 数量变化	20
图 23: 2016-2017 年中国互联网公司各品类出海 APP 下载量占比变化 (%)	20
图 24: 2018 年中国应用市场 Top200 应用来源	21
图 25: 2018 年印尼应用市场 Top200 应用来源	21
图 26: 2018 年日本应用市场 Top200 应用来源	22
图 27: 2018 年美国应用市场 Top200 应用来源	22
图 28: 中国各个领域出海在国外消费者心中的知名度	22
图 29: 2018 年前 10 个月中国市场 VC 的融资额已经超过了美国位居世界第一	24
图 30: 香港特别行政区移动互联网发展概况	26
图 31: 中国台湾 2018 年手游市场预计达到 13 亿美元	26
图 32: 中国大陆手游 2018 年在中国台湾占比约为 38%	26
图 33: 印尼移动互联网发展概况	27
图 34: 菲律宾移动互联网发展概况	27
图 35: 马来西亚移动互联网发展概况	28
图 36: 美国移动互联网发展概况	29
图 37: 日本移动互联网发展概况	29
图 38: 美国广告市场高度集中	30
图 39: 中国手游在美国市场增长较快	30
图 40: 印度移动互联网发展概况	31
图 41: 2018 年印度广告市场预计不到 10 亿美元	31

图 42: 2018 年印度数字广告市场预计不到 5 亿美元 .....	31
图 44: 南非移动互联网发展概况 .....	32
图 45: 伊朗移动互联网发展概况 .....	33
图 46: 巴西移动互联网发展概况 .....	34
表 1: 2018 年以来互联网、游戏、视频等部分领域监管政策一览.....	19
表 2: Top20 拥有最好程序开发者的国家和地区 .....	23
表 3: 全球互联网发展情况划分 (按照区域) .....	25
表 4: 2019 年亚洲太平洋地区广告消费预计情况 .....	28
表 5: BAT 2018 年投资外国案例 (印度) .....	32
表 6: Wind 一致预期下的相关公司估值表 .....	36

近年来中国移动互联网出海势头强劲，众多中国互联网公司在世界范围内不断攫取新的流量红利，而过去的资本市场似乎并未明显享受到厂商出海带来的红利，我们认为事情或许正在发生积极的变化。一方面是出海深度和广度相较大大加强了，中国传媒互联网公司在全球产业链上已经体现出了极强的竞争优势；另外一方面则是上市公司层面掀起了出海浪潮，海外市场的地位有望从单纯国内市场的附庸提升为上市公司新的增长极，二级市场投资者有望分享到相应红利。我们将试图从概况、游戏、广告等细分的系列报告，为投资者描摹更加具体的中国互联网出海图景。

## 一、全球视野：基础设施逐步成熟，过半人口卷入移动互联网

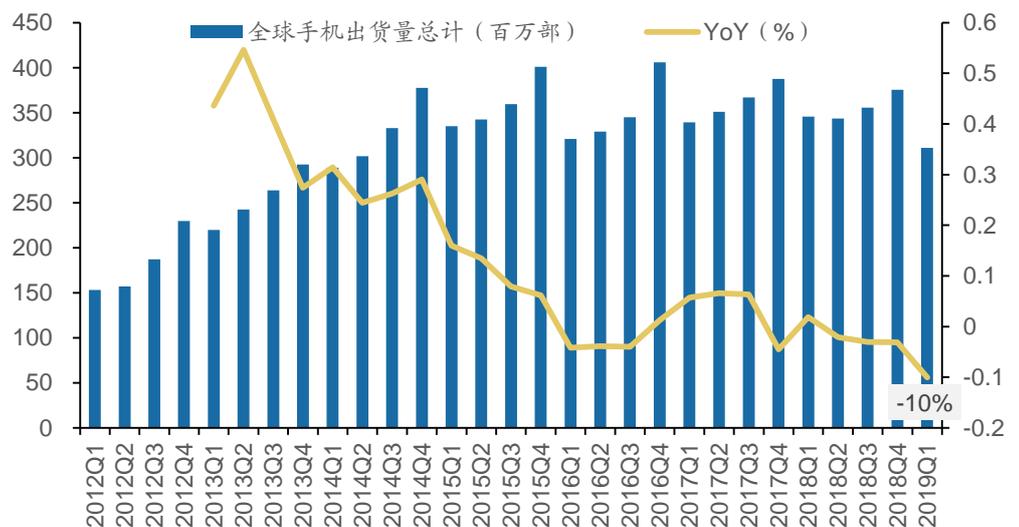
国内互联网出海自2010年后开始，至今已呈现星火燎原之势，我们认为这与全球的移动互联网基础设施不断完善和全球过半人口被卷入移动互联网的背景息息相关。根据Hootsuite统计，全球已经有43.9亿人可被归类为网民，渗透率达到了57%。我们认为当前移动互联网的基础设施（手机保有量和通讯环境）、以及用户的使用习惯逐渐养成，按照常见的分类来看，广告、游戏、电商等均有较大的市场潜力。

### 1. 全球移动互联网基础设施：手机出货量和通信设施均开始步入成熟期

移动互联网构成的基础设施包括通信设施、端口接入数量、基站数量、服务器情况等，我们认为其中最核心的是以手机为代表的终端数量和反应接入环境的网速指标。

手机的单季度出货量稳定在3亿台以上，逐步进入成熟期。根据IDC的数据统计，19Q1全球智能手机出货量约为3.11亿台，同比下滑10%，而2018年累计出货量达到14.2亿台，同比略下滑1.7%，手机出货量的下滑背后是全球智能手机需求的逐步饱和，根据Newzoo的数据统计，其预计2018全球智能手机用户量或达33亿，按照世界银行2018年年初统计的全球人口74亿计算，智能手机用户比例已经达到44.4%以上。

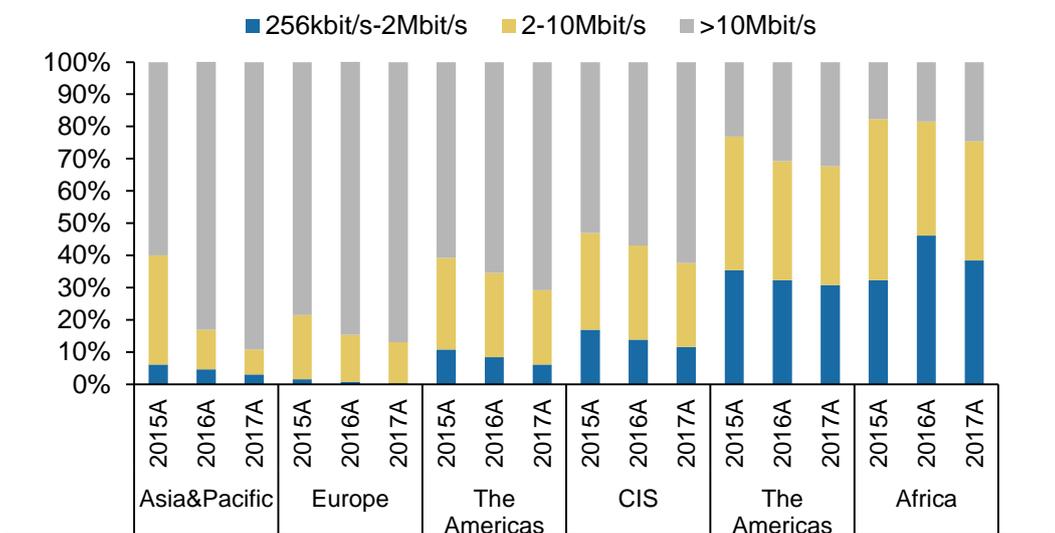
图1：18Q3全球手机出货量同比下滑3%达到3.56亿台



数据来源：IDC, IHS, 广发证券发展研究中心

从网络接入环境来看，全球各个地区的接入速度都在迅速改善。根据ITU的数据，各个地区的网络带宽情况改善明显。我们将带宽类型分为256kbit/s-2Mbit/s、2-10Mbit/s和>10Mbit/s三档对应低、中、高三档，可以发现整体高速带宽的用户占比上欧洲>亚洲&太平洋>美洲>独联体地区>非洲，而2015年以来固定带宽速度改善明显。其中网络环境最好的欧洲，低、中、高网速在2015年占比分别为2%、20%和78%，而在2017年比例变为0.3%、13%和87%；而网络环境最差的非洲，低、中、高网速在2015年占比分别为32%、50%和18%，而在2017年比例变为38%、37%和25%。改善最为明显的是亚洲市场，得益于网络电信基础设施建设，亚洲低、中、高带宽网速占比从6%、33.9%和60%迅速提升至3%、20%和89%，基本与欧洲相当。

图2：全球主要6个地区的带宽速度都在逐步改善



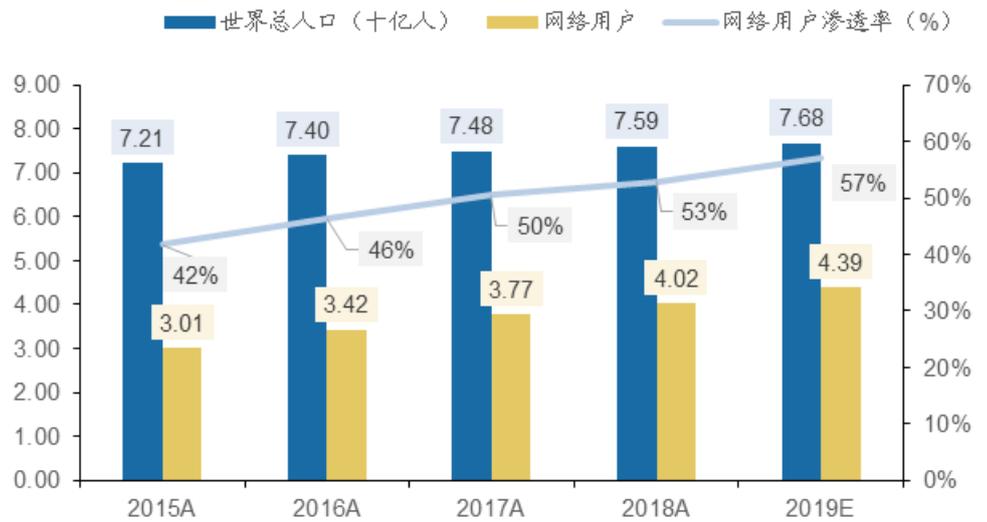
数据来源：ITU, Hootsuite, 广发证券发展研究中心

## 2. 用户数量：全球过半人口接入移动互联网；时长&流量增长提速

而从用户的角度而言，随着全球用户逐渐被卷入互联网，中国互联网公司业务国际化逐渐成为可能。我们同样从三个维度观察这一流量红利：接入互联网的网民的基础绝对数量、单人单日在互联网媒体上消耗的时间、单人单位时间在互联网上消耗的流量。

数量上全球过半人口已经成为网民。根据Hootsuite的统计，2019年预计全球上网人口将同比增长9%至于43.9亿人，渗透率提升至57% (+4pct)，而2016-2018年网络人口的增速分别为14%、10%和7%，远高于同期3%、1%和2%的人口增长。我们预计随着智能手机渗透率的提升，上网人口仍有较大增量，而本身过半的网络渗透率也意味着全球大部分地区基本都被卷入互联网的生态当中。

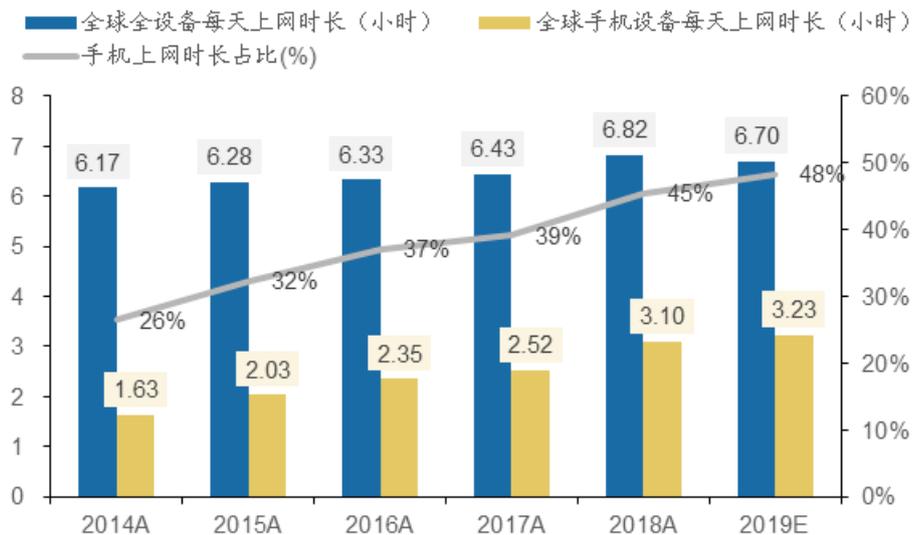
图3：2019年预计全球上网人口同增9%达到44亿人



数据来源：Hootsuite《全球数字报告》，广发证券发展研究中心

从媒体时长上来说，目前平均单人1/3的时间分配在互联网上。根据Hootsuite的统计，2018年全球单用户使用网络的时长同比增长6%达到6.8小时，已经占据了全天24小时的1/3，其中手机上网时长约为3.1小时，占总上网时长的45%左右。2014-2018年上网时长的增速分别为2%、1%、2%和6%，手机上网时间增速则分别为24%、16%、7%和23%，2018年有明显加速迹象。我们预计上网媒体时间的增量空间或不大，但手机设备在其中的占比预计会持续提升。

图4：2018年全球全设备单日上网时间已经达到6.8小时

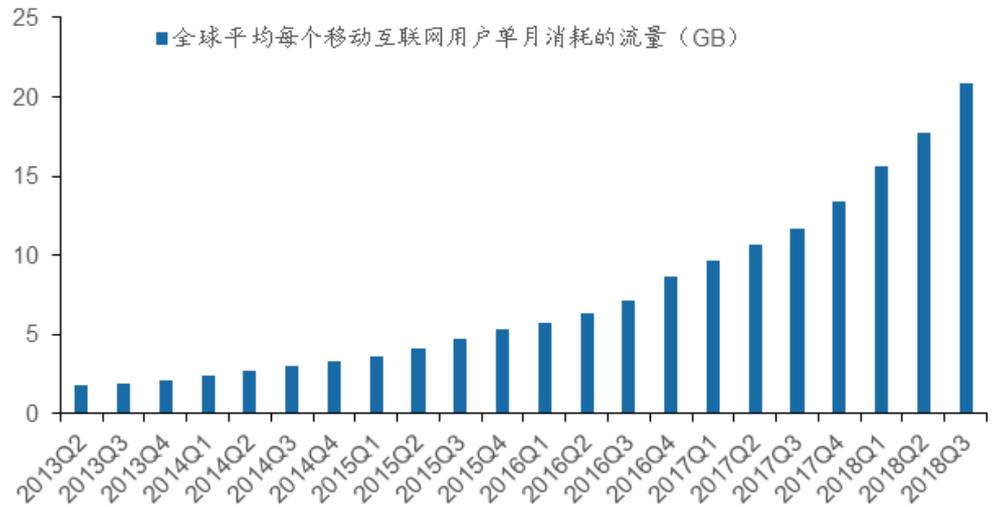


数据来源：Hootsuite《全球数字报告》，广发证券发展研究中心

我们用流量的平均消耗来衡量单位时间的互联网强度，消耗的流量越多则App和网站将约受益。根据Hootsuite的统计，用户的流量消耗目前呈现指数上涨趋势。截至18Q3，单用户单季度的平均消耗流量约为21GB，约为单月7GB左右，环比18Q2上

涨18% (同比涨幅为78%)。我们认为这或许反应了全球层面互联网都在逐渐变重, 游戏、短视频、长视频等重度应用的市场正越来越广阔。

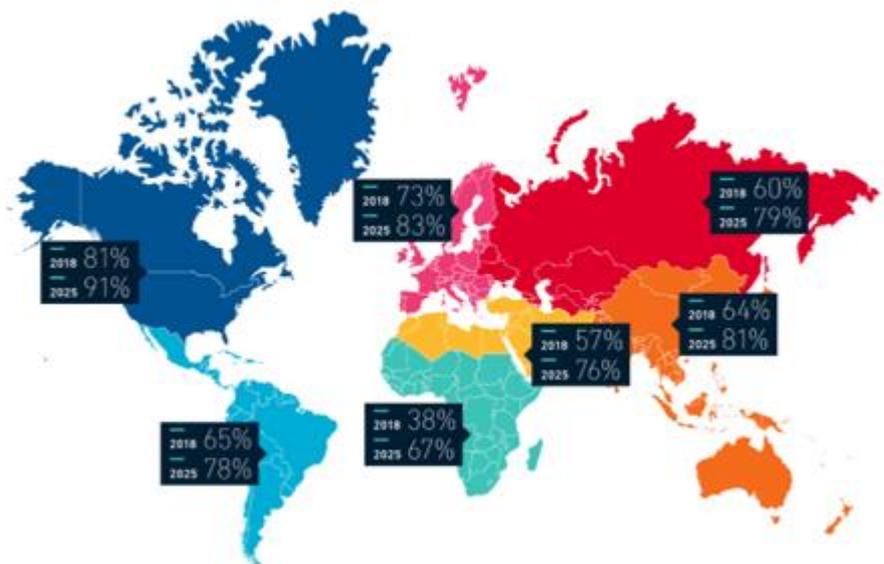
图5: 18Q3目前单台设备单月的平均流量消耗在7.0GB左右



数据来源: Hootsuite《全球数字报告》, 广发证券发展研究中心

在人口、时长、流量三个维度目前全球互联网都已经达到了较高的水平, 而未来助推互联网持续成长的核心动力或仍来自于手机保有量的进一步提升。根据GSMA的预测, 2025年全球的手机保有量将达到80%左右, 鉴于当前手机出货量中绝大多数为智能手机而非功能机, 我们可以认为互联网人口或也将达到80%以上。目前手机保有量渗透率较高的地区如北美、欧洲等手机的渗透率已经高达70%以上。

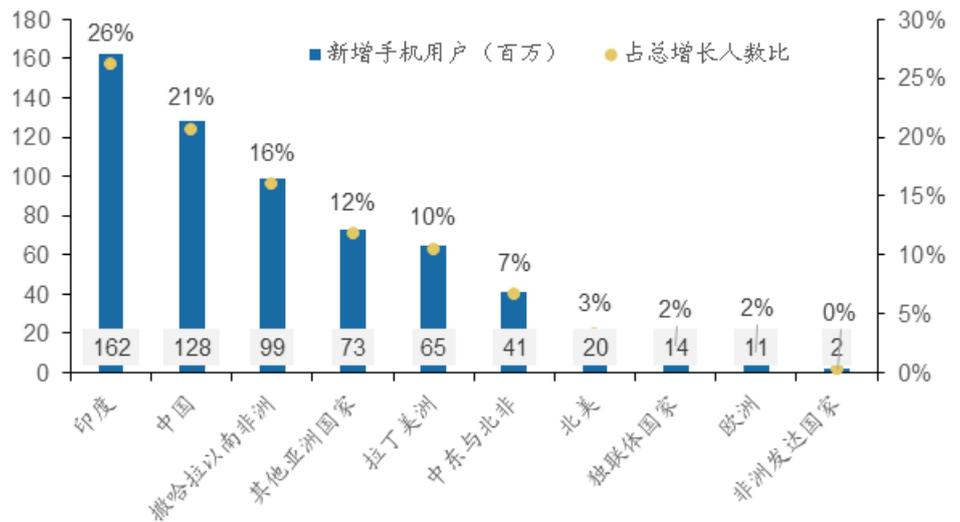
图6: GSMA预计全球的手机保有量渗透率将在2025年达到80%左右



数据来源: GSMA, 广发证券发展研究中心

而在新增人口红利贡献的地区上，或以印度、非洲、拉丁美洲等非成熟地区为主。根据GSMA的统计，2017年新增手机用户当中26%来自印度，约为1.62亿台，中国新增了1.28亿台保有量占比21%，但随着国内市场手机出货量的饱和，未来新增用户的主力构成或转向其他地区，另外增长较多用户的主要包括撒哈拉以南的非洲（接近1亿的增量）、拉丁美洲（6500万增量）等。

图7：部分网络欠发达地区新增智能手机用户增长迅速



数据来源：GSMA《2017年全球手机市场报告》，广发证券发展研究中心

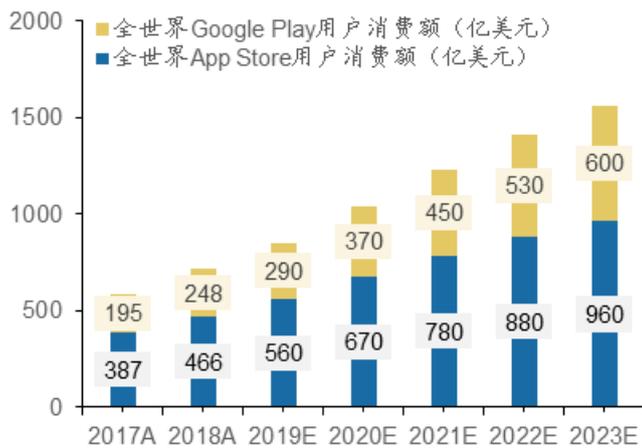
### 3. 应用层面：依托人口红利，全球线上 App 市场仍有广阔空间

伴随着移动互联网用户数量的高速增长，根植在其上互联网应用生态也将得到高速发展。我们主要从两个维度（收入和下载量）讨论应用商店的繁荣：2018年全球应用商店的消费额达到714亿美元，同比2017年582亿美元的水平增长了23%，其中App Store同比增长20%达到466亿美元，Google Play同增27%达到248亿美元。而Sensor Tower预计到2023年全球应用商店的收入有望达到1560亿美元，CAGR达到16.8%，其中App Store约为960亿美元（占比62%），CAGR为15.6%，Google Play约为600亿美元（占比38%），CAGR为19.0%。

下载端，2018年全球应用商店的下载量达到1053亿次，同比2017年948亿次的水平增长了11%，其中App Store同比增长6%达到296亿次，Google Play同增13%达到757亿次。而Sensor Tower预计到2023年全球应用商店的下载量有望达到1610亿次，CAGR达到8.6%，其中App Store约为370亿美元（占比23%），CAGR为4.5%，Google Play约为1240亿次（占比77%），CAGR为10.0%。

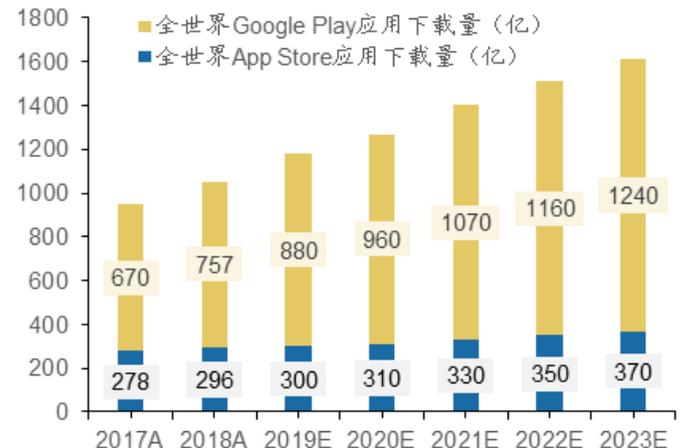
整体上，全球应用商店的收入额到2023年有翻倍空间，而下载量也有望在5年内增长50%以上。

图8：2018年全球手机应用商店消费额达到714亿美元



数据来源：SensorTower，广发证券发展研究中心

图9：2018年全球手机应用商店下载量达到1053亿次



数据来源：SensorTower，广发证券发展研究中心

而当前消费级互联网的变现手段主要包括游戏、电商、广告、增值服务（包括会员经济）四种形式，我们将在随后中国出海互联网公司面对的市场环境上讨论更加细分市场的增长空间问题。

## 二、出海概况：从轻度到重度，从发展到成熟市场

我们将中国移动互联网的出海阶段总结为4个大阶段，分别是2010-2014年的探索期、2014-2015年的高速发展期；2016-2017年的升级期；2018年以来的成熟期。2018年以来，中国互联网公司出海的特征是：开始形成了立体化、全方位的出海体系，在游戏、电商、广告等主要互联网细分领域中均打开了全球市场。

### 1. 中国移动互联网公司出海阶段：起步→发展→升级→成熟

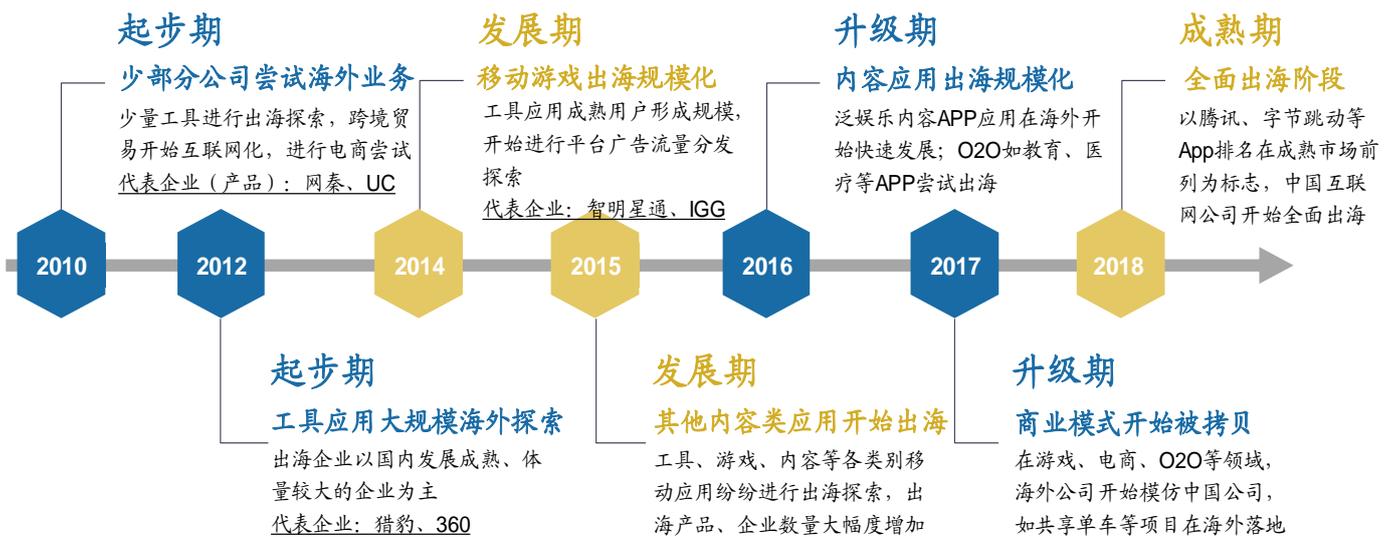
中国的移动互联网公司出海始于2010年，到目前为止已经形成了全方位、立体化的出海体系，我们认为按照不同的特征可以划分为以下4个阶段：

- 2010-2012年起步期：这一时期的企业特点是有少部分公司开始尝试海外业务，如网秦、UC等，更多发生海外业务的公司系外贸公司，以电商类业务为主。随后在2012年开始有部分工具类应用开始在海外伴随着智能手机兴起而流行，代表企业包括猎豹、360等。
- 2013-2015年高速发展期：这期间全球的移动互联网都步入了发展的快车道，中国出海的企业数量迅速增多。而在领域上，除了此前广泛出海的工具类应用之外，国内的游戏和其他内容类App也开始出海，最具代表性的案例是智明星通的《列王的纷争》，其在多个国家畅销榜排入前十。根据App Annie，从2014年1-5月到2016年1-5月期间，中国发行商在海外的收入增幅高达150%。
- 2016-2017年调整升级期：随着国内一二级市场退潮和对于国内市场的重视，这一期间出海概念重新开始蛰伏，这一期间的重要特征是各类应用都在海外赢得了巨大的用户量，但是除了游戏类应用，其他中国类应用在海外的商业化遇到

了天花板或者限制。

- 2018年以来是出海的成熟期，这一时期的重要特征是除了我们此前主要的工具类应用和游戏类应用出海，我们还有两类重要的应用也在海外打开了市场，第一是国内的互联网模式开始复制，如O2O、共享单车等概念均在美国被跟进；第二短视频类应用取得了巨大的成功，以字节跳动旗下的TikTok为例，在成熟市场取得了重大的成功。而另一个标志性的事件是腾讯和网易旗下的《PUBG》和《荒野行动》分别在欧美和日本市场取得了成功，这意味着我们已经在全球范围类建立起了互联网产品上的优势。

图10：中国互联网公司出海的四个阶段划分



数据来源：Mobvista，广发证券发展研究中心

## 2. 地区演进规律：前期欠发达地区，近年来重新出海成熟市场

此前我们主要从产品类型的角度来论述中国互联网公司的出海趋势，而从地域来说，从起步→发展→升级→成熟这四个阶段对应的也同样是中国企业逐步从周边市场，走向增量更大的地区，最后反攻成熟市场的过程。

1) 在下载量比例上呈现东亚地区和北美地区快速增长的态势。这主要系于背后全球移动互联网的变化情况相关，根据Mobvista提供的数据统计，16Q3以前出海的应用类型仍以工具类为主，因此在日韩、港澳台和北美这样的移动互联网相对发达的市场是没有人口红利的，主要瞄准的是印度南亚、东南亚等地区，因此东南亚（占比20%以上）和南亚（15%左右）的下载量较高。而2017年开始起重度应用开始更新换代和重新流行，移动互联网条件较好的东亚和北美地区的下载量占比开始提升。北美地区下载量占比从16Q1的18.2%提升至17Q4的27.6%左右，东亚地区从16Q1的12.6%上升至17Q4的29.0%左右。

2) 而出海预算呈现出了同样的趋势：成熟市场的预算比例增加更快。Mobvista数据显示，16Q1到16Q4中国厂商出海预算的主要投放地区系东南亚（占比28.8%）和中东&欧洲&非洲（占比17.2%），两个地区在17Q4预算比例占比分别下降至17.1%和

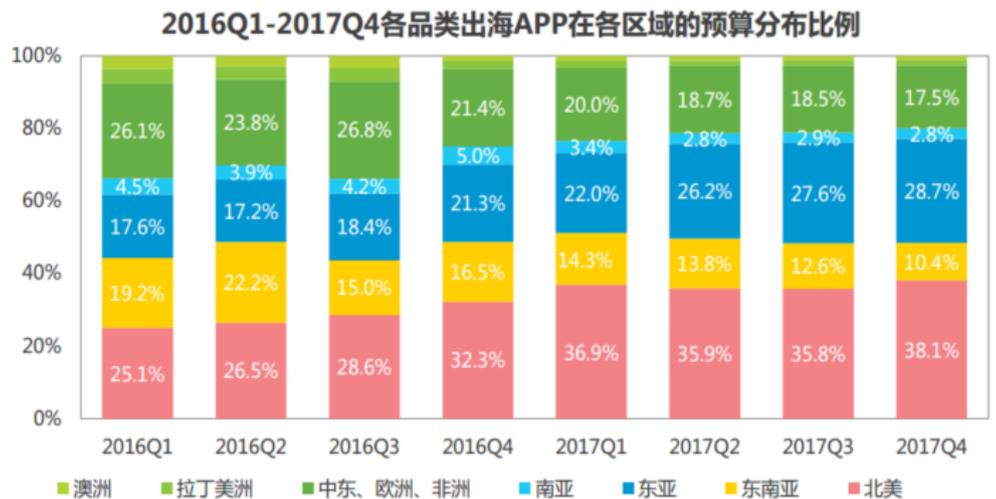
10.9%。而北美地区出海App预算占比从16Q1的25.1%提升至17Q4的38.1%左右，东亚地区从16Q1的17.6%上升至17Q4的28.7%左右。基本符合下载量的走势，如果我们比较下载量和营销预算的比值可以发现北美地区、中东&欧洲&非洲和澳洲三个地区的投放性价比要低于东南亚、南亚、南美洲和东亚，而伴随着前期国内其它互联网App前期出海打下基础，东亚地区、北美地区的投放性价比有所上升。

图11: 2016-2017年全球各地区APP下载量占比变化 (%)



数据来源: Mobvista, 广发证券发展研究中心

图12: 2016Q1-2017Q4各品类出海APP在各区域的预算分布比例 (%)

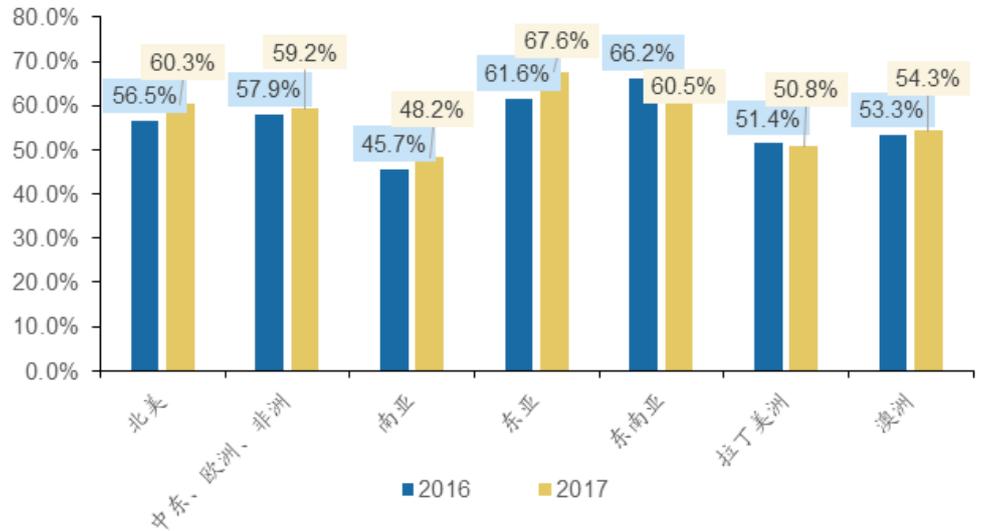


数据来源: Mobvista, 广发证券发展研究中心

而从当前的企业出海目的地来看，东亚、北美和东南亚地区为出海企业的主要目的地，分别有67.6%、60.5%和60.3%的企业以此为目标。根据Mobvista的调研数据显示，相比较2016年，2017年企业对于出海地区的覆盖意愿仍在普遍增加，在南亚、东亚和北美三个地区上升明显。短期来看，成熟市场的占比回升仍确定性较高，而我们预计随着内容类产品在北美、东亚等成熟市场的进一步饱和，和东南亚、南亚等互联网欠发达地区的基础设施建设进一步成熟，具有人口红利的地区或再次迎

来高速增长阶段。

图13: 2016-2017年出海APP在世界主要地区覆盖率 (%)



数据来源: Mobvista, 广发证券发展研究中心

### 3. 除社交网络, 中国厂商出海在广告、游戏、电商领域均取得优异成绩

除了地域上演进规律外, 出海的内容上国内厂商在广告、游戏、电商等领域均有较好的表现, 但是社交领域(即时通讯)或已经失去先发优势。根据Hootsuite的《2019年全球数字报告》统计, 全球即时通讯软件使用最的为Whatsapp, 约有133个国家地区最受欢迎, 其次为Facebook Messenger的75个国家和地区, 中国的社交软件巨头微信仅在3个国家地区成为即时通讯软件的首选。

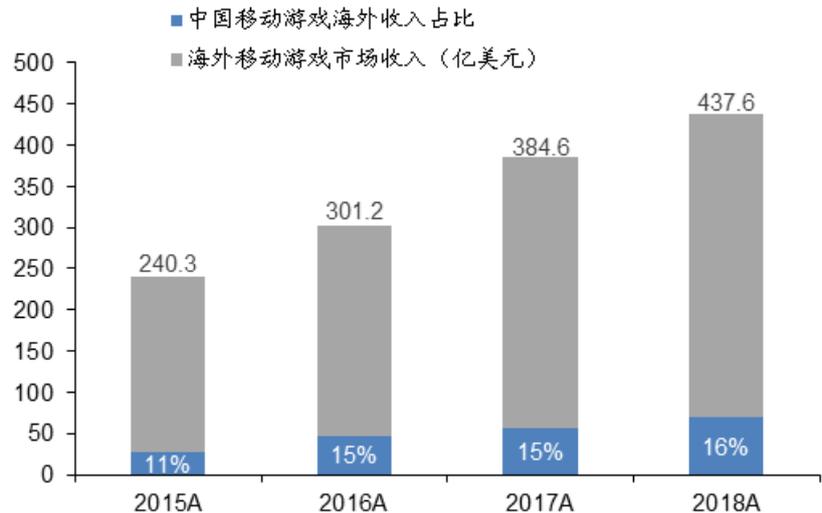
图14: 全球的即时通讯网络软件分布情况



数据来源: Hootsuite《全球数字报告》, 广发证券发展研究中心

在手游领域，中国企业正引领着全球行业的趋势。根据伽马数据和Google统计，中国移动游戏在2015-2018年在全球非中国市场的占比分别为11%、15%、15%和16%。而根据App Annie统计，2012-2018年期间中国厂商在海外发行了超过4300款游戏，其中收入超过100万美元的超过1000款，这些游戏在海外的下载量达到170亿次，期间收入超过200亿美元，各项数据均高居世界第一。

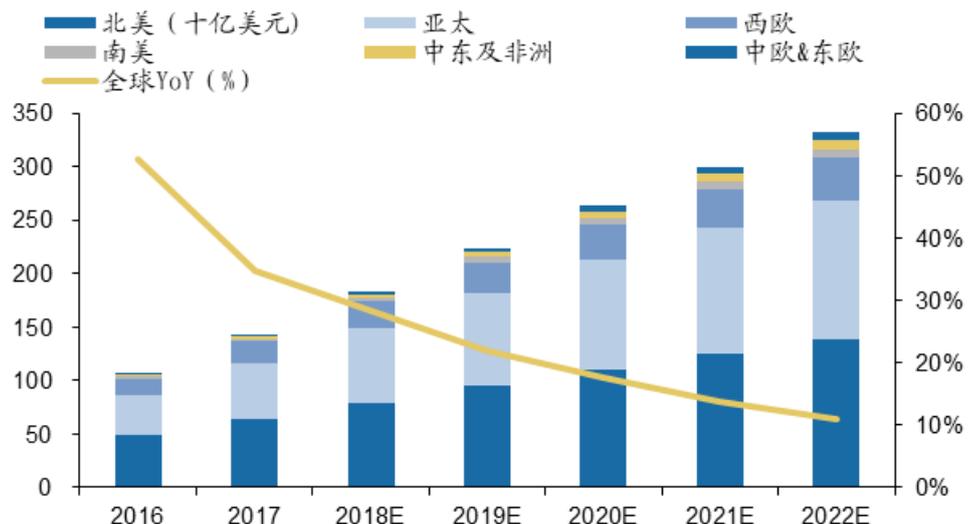
图15: 中国移动游戏在全球非中国地区份额占比上升至16%



数据来源：伽马数据&Google，广发证券发展研究中心

而在广告方面，全球重要的广告市场主要在北美、亚太两个地区。根据深诺智库的统计（主要包括移动端联网设备上的搜索广告，展示广告及应用内广告），亚太地区2018年移动广告收入预计达到694亿美元，北美达到788亿美元，二者有望占据全球移动市场的81%。而随着中国互联网公司在海外拿到更高的媒体时长，广告市场的变现也或将迎来快速增长。

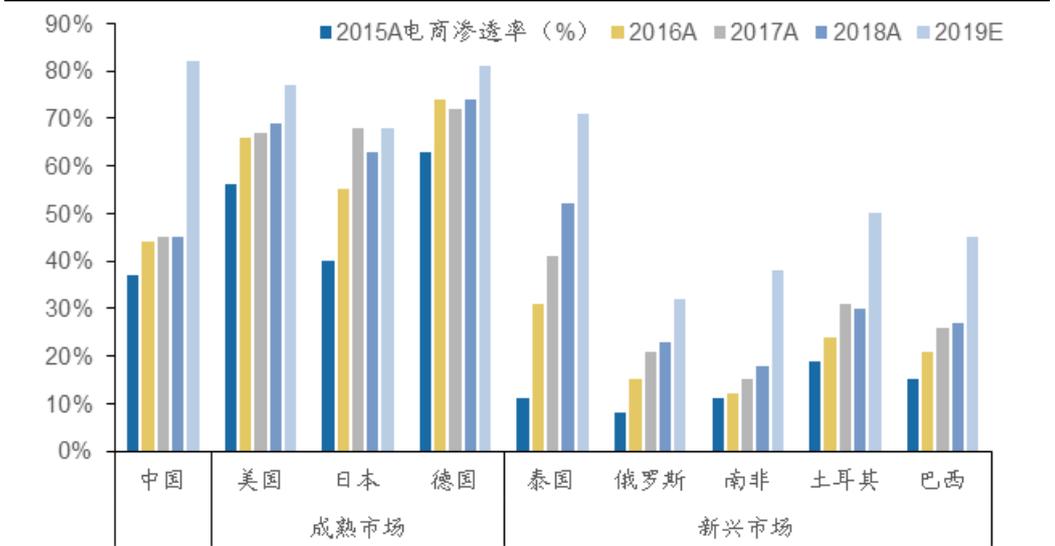
图16: 预计到2022年全球的移动互联网广告总花费将达到3325亿美元



数据来源：深诺智库，广发证券发展研究中心

而在电商领域，中国公司在模式和供应链上均有着较大优势。根据最新国家统计局的统计，中国电商在社零总额的占比已经达到23%，远领先于电商大国美国的15%左右。根据全球数字报告，我国在2019年电商人口的渗透率为全球最高（之前的统计口径有一定偏差），经过多年发展，我国电商的运营模式已经逐渐成熟；而作为全球的世界工厂，我们在产品供应链端已经累计了巨大的优势。2018年，阿里的国际商业零售业务收入同比增长94%，旗下平台速卖通“黑五”欧美成交规模同比增长100%等等均说明电商出海也正如火如荼。

图17: 各个主要地区2018年电商渗透率均有较大幅度提升



数据来源: Hootsuite《全球数字报告》，广发证券发展研究中心

### 三、这一次重提出海与过去有什么不一样？

此前二级市场也曾经屡次提到移动互联网的出海，但事后来看股票市场并未反馈相应的全球市场红利。我们认为这一次重提出海，市场环境有以下4大变化：1) 国内战场饱和、政策趋严下决定了出海的必要性，国产手机和硬件设施此前的出口浪潮决定了出海的充分性；对比前次主要是创业公司出海的情况，二级市场的上市公司也必然要倚重海外市场增量。2) 出海形式上从工具到内容，到产品、模式和资本的全面出海；应用生态的进一步丰富将有利于“卖水和铲子”的营销平台。3) 最显著的变化在于国内竞争残酷，让国内互联网公司形成了全球范围内的全面竞争优势（模式、运营和资本）。

#### 1. 手机和网络端等硬件设施上中国公司已经引领了全球趋势

在出海的基础设施上，国产通信和手机硬件设备的崛起为根植在其上的互联网产品打下了基础。根据Wind和公司财报，中兴和华为在2018年的运营商收入分别达到了570.8亿元和2940.1亿元，分别位于全球电信设备厂商的第五名和第一名。根据Dell'Oro Group的数据显示，2018年华为占据了全球市场份额的30%左右。中兴占据约7%左右。

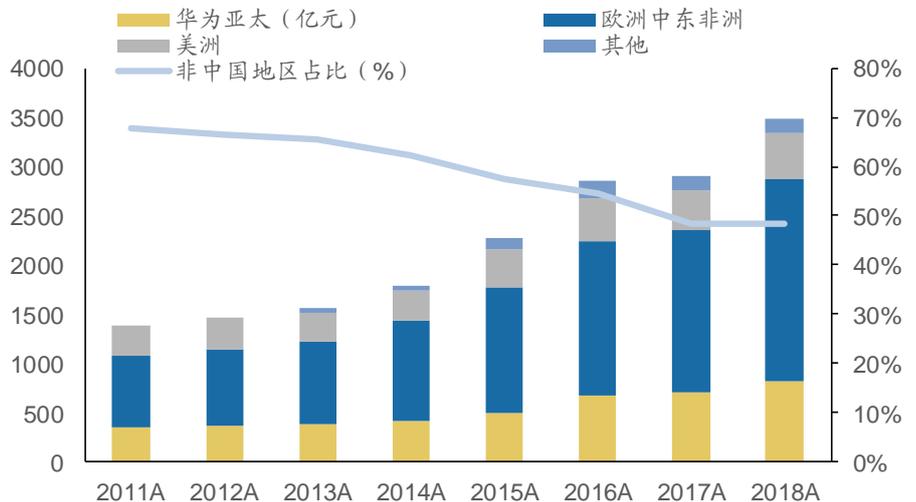
图18: 近年来中国的通信设备商华为、中兴增速较快



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

而在中兴和华为崛起过程中, 海外市场成为重要增量, 我们以华为为例, 2011年-2016年期间, 华为的海外收入占比持续保持在50%以上, 2017年和2018因为华为的消费者终端业务在国内增长迅速, 收入中海外市场占比略降低至48%左右。华为带领下的通讯设备商在其产品输出全球中构建了全球网络连接统一的入口标准, 创造了移动出海的基础。

图19: 2011-2018年华为的海外收入占比始终高于45%

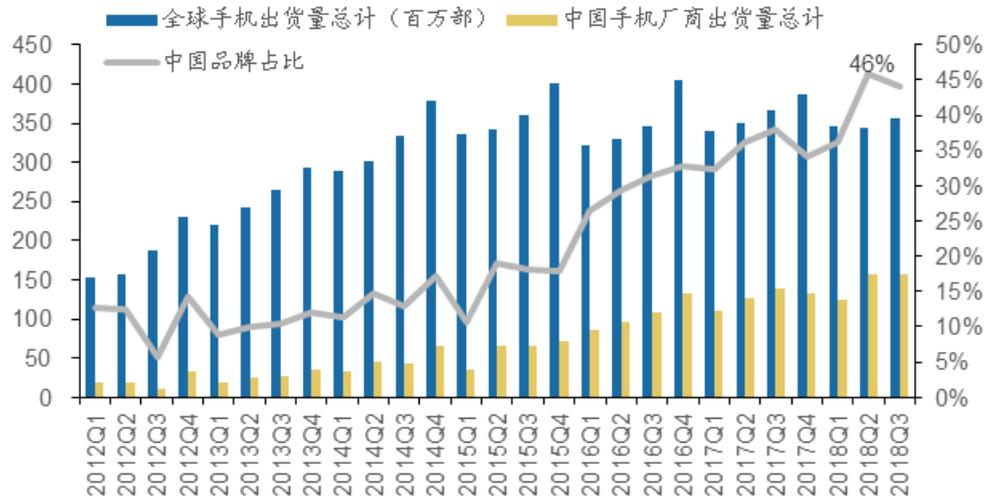


数据来源: 华为公司年报, 广发证券发展研究中心

更重要的是国内手机厂商出海趋势迅猛。移动互联网App依存在手机之上, 国内手机厂商全球占比上升有利于国内应用开发商适应统一的标准, 获得更好的流量资源和商务资源的倾斜。根据HIS的统计, 中国品牌18Q2的出货量同比增24%达到1.57亿台, 占比触及46%的历史高位, 其中按照份额排序的中国手机品牌分别是华为 (占比15%)、小米 (占比9%)、OPPO (占比9%)、VIVO (占比8%)。我们预计随

着国内品牌能力和研发实力的进一步升级，未来中国品牌在全球手机出货量当中的占比还有望持续提升。

图20: 12Q1-18Q3中国品牌的手机出货量在全球份额中逐步升高

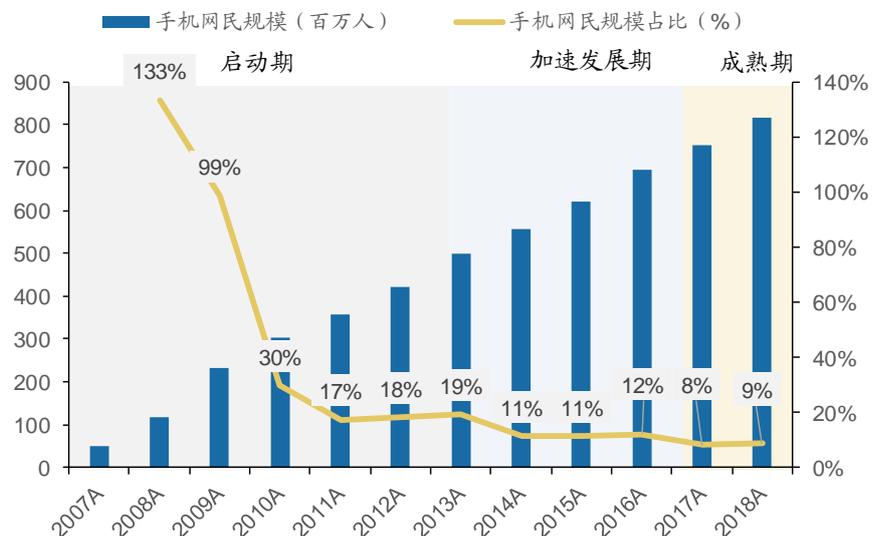


数据来源: IDC, IHS, 广发证券发展研究中心

## 2. 国内战场饱和，人口红利消失，政策转向下被迫出海

而在出海的必要紧迫性上，国内互联网红利初步触顶。根据CNNIC，国内手机网民在2018年同比增长9%至8.2亿人，互联网普及率达到了60%，手机网民占网民总用户的比例达到了99%。互联网人口的增长已经连续两年低于10%。而没有增量人口的市场互联网公司主要在做存量用户的争夺，运营成本和难度迅速上升，因此海外市场人口红利开始值得重视。

图21: 2018年国内手机网民增速约为9%



数据来源: CNNIC, 广发证券发展研究中心

2018年开始整体国内监管政策趋严，视频、游戏、资讯等领域均有相应政策出台。此前国内互联网公司面临的监管舆论环境较为宽松，2018年政策频出，如游戏领域的“2018年2月-12月期间游戏版号停止审批”、“六部委发文实施网游总量调控”、“成立网络游戏道德委员会”等举措，此前在监管端一直缺位的短视频也公布了《网络短视频平台管理规范》和《网络短视频审核标准细则》，包括了100条具体的监管条例。种种迹象表明国内对于互联网的政策管控逐步趋于严格，在国内政策红利的套利空间缩窄，许多企业被迫出海寻找蓝海。

表 1：2018 年以来互联网、游戏、视频等部分领域监管政策一览

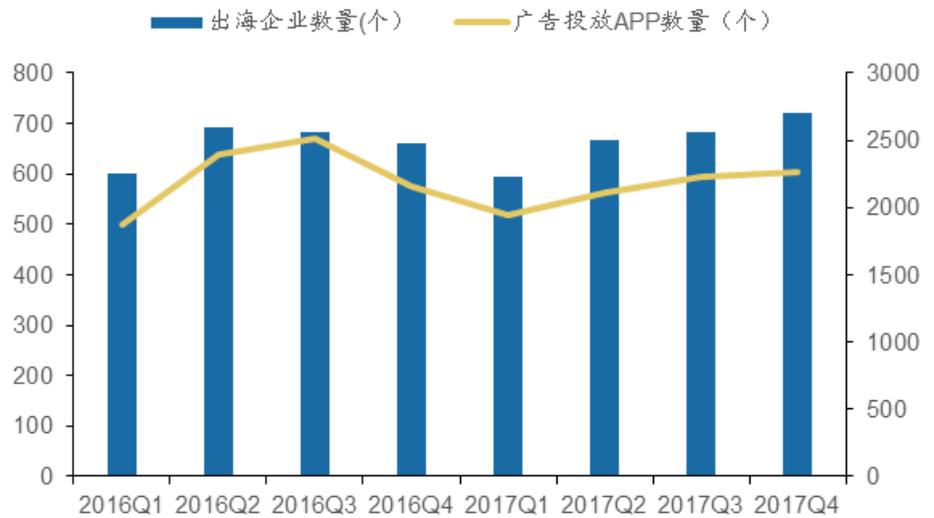
时间	发布机构	概述
<b>视频</b>		
2019 年 1 月	中国网络视听节目服务协会	从机构把关和内容审核两个层面为规范短视频传播秩序提供了依据
2018 年 2 月	国家新闻出版广电总局	严肃整治网上近期出现的歪曲演绎红色经典、恶意拼接经典卡通形象散布血腥暴力、低俗炒作明星绯闻隐私和炫富享乐类视听节目
2018 年 3 月	国家新闻出版广电总局 办公厅	坚决禁止非法抓取、剪辑改编视听节目的行为；加强网上片花、预告片等视听节目管理；加强对各类节目接受冠名、赞助的管理
2018 年 11 月	国家广播电视总局	必须采取有效措施切实加以纠正影视明星过多、追星炒星、泛娱乐化、高价片酬、收视率（点击率）造假等问题。
2019 年 2 月	中国网络视听节目服务协会	《网络短视频平台管理规范》和《网络短视频审核标准细则》100 条，强调总编辑内容管理负责、先审后播制度和审核员队伍建设
<b>游戏</b>		
2018 年 12 月	网络游戏道德委员会	网络游戏主管部门对 11 款游戏责成相关出版运营单位认真修改，消除道德风险；对 9 款游戏作出不予批准的决定。
2018 年 8 月	教育部等六部委	实施网络游戏总量调控，控制新增网络游戏上网运营数量，探索符合国情的适龄提示制度，采取措施限制未成年人使用时间。
2018 年 2 月	中宣部、广电总局	暂停游戏版号审批，后于 2018 年 12 月回复，但需进行版号总量控制
<b>其他</b>		
2019 年 1 月	国家互联网信息办公室	区块链信息服务管理规定
2018 年 2 月	国家互联网信息办公室	促进微博客信息服务健康有序发展，保护公民、法人和其他组织的合法权益，维护国家安全和公共利益
2018 年 4 月	国家广播电视总局	快手、今日头条约谈整治；暂停今日头条、凤凰新闻、网易新闻和天天快报四款新闻资讯类 App 的下载

数据来源：广电总局官网，新浪新闻，搜狐新闻，广发证券发展研究中心

### 3. 出海公司和产品数量丰富；类别上从工具走向内容逐步变重

前两个外部原因导致了中国国内的移动互联网公司出海数量迅速增多，根据 Mobvista 的统计，出海企业数量逐渐由 16Q1 的 599 个左右上升至 17Q4 的 720 个左右，而 Mobvista 大数据中心也统计了自己系统当中有多少国内开发者在海外投放过数字广告，根据数据显示，出海的 App 数量从 16Q1 的 1868 个左右上升至 17Q4 的 2268 个左右，16Q3 的峰值 2511 个主要系工具类产品居多，其后出海的行业类别逐步进行了结构性调整。

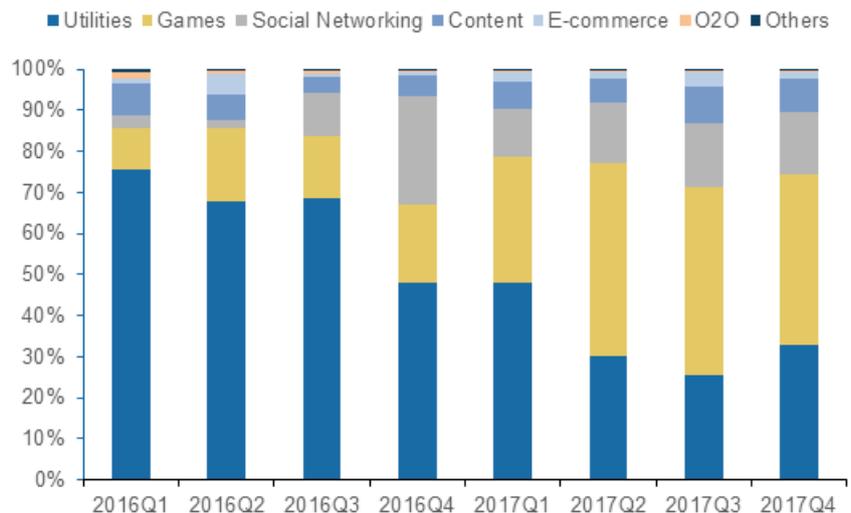
图22: 2016Q1-2017Q4出海企业数量及APP数量变化



数据来源: Mobvista, 广发证券发展研究中心

而在出海的类别上,国内互联网公司出海产品正越来越“重”。根据Mobvista大数据中心对于各类App海外下载量占比的统计,16Q1“效率类”(基本为工具应用)占比高达75.4%,之后随着其他类别应用出海逐步下行,17Q4工具类应用下载占比约为33%。而上升较为明显的主要系游戏类应用,16Q1的海外下载量占比仅为10.2%,随后每个季度稳步上升,17Q4游戏下载量占比达到了41.6%。此外社交网络类应用(包括了短视频社区和直播应用)占比从16Q1的3.2%上升至15.1%左右。内容类占比从16Q3谷底的3.9%上升至17Q1的8%左右。

图23: 2016-2017年中国互联网公司各品类出海APP下载量占比变化(%)



数据来源: Mobvista, 广发证券发展研究中心

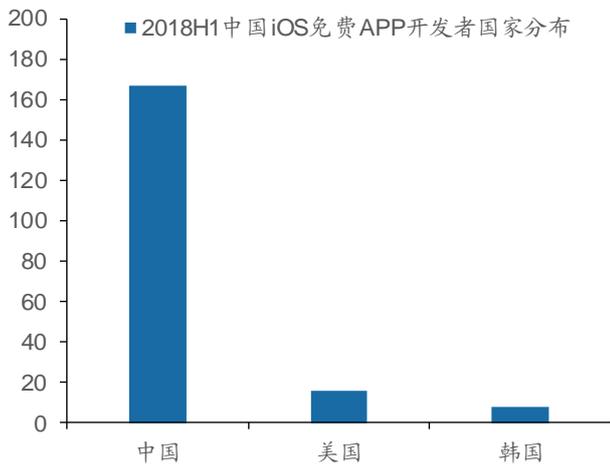
总体而言,2017年以来游戏产品处于加速出海阶段,营销投入逐步加大,工具类呈现稳定上升的局面,内容类App则是最大惊喜,出海投放广告的数量增长十分迅速,根据Mobvista的统计,16Q1约有195个内容类产品在海外投放广告,17Q1已经增长

至265个，我们预计2018年、2019年随着短视频App和直播App的集体出海，海外内容类将持续上升。

#### 4. 中国移动互联网公司在成熟市场已形成产品、运营和资本的优势

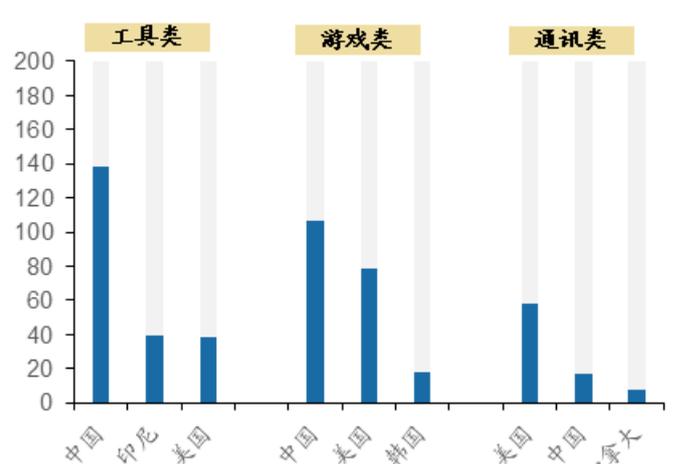
而除了出海产品类别上的变化，第二个大的变化在于我们不仅在欠发达地区积累了移动互联网的优势，在成熟市场，中国App也已经站稳了脚跟。我们以App的归属地来看，18H1国内iOS免费榜排名前200的应用中，有接近85%的应用是由中国本土国内开发者开发的，美国开发的应用占比不到10%，第三名韩国开发的应用数量占比不到4%。而在欠发达地区，归属于中国开发者的应用数量要远高于当地开发者。我们以印尼为例，分类来看，Top200的应用当中，工具类中国App占据接近70%的份额，游戏类App中国占据接近50%的份额，社交网络类应用中国占比也接近20个左右，一方面高于本土印尼的开发者，另外一方面也高于传统的互联网强国美国和传统网游强国韩国。

图24：2018年中国应用市场Top200应用来源



数据来源：DOTC，广发证券发展研究中心

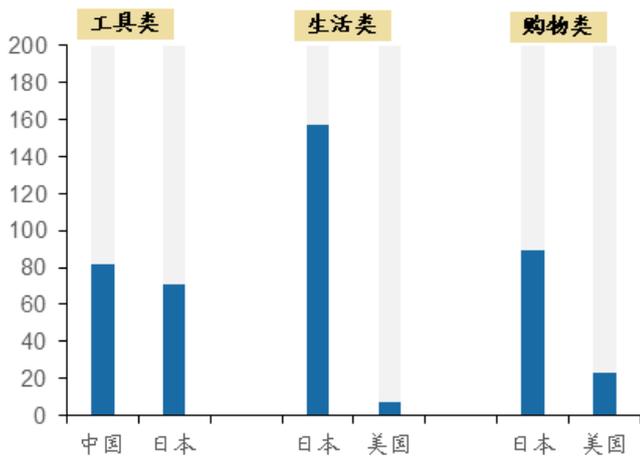
图25：2018年印尼应用市场Top200应用来源



数据来源：DOTC，广发证券发展研究中心

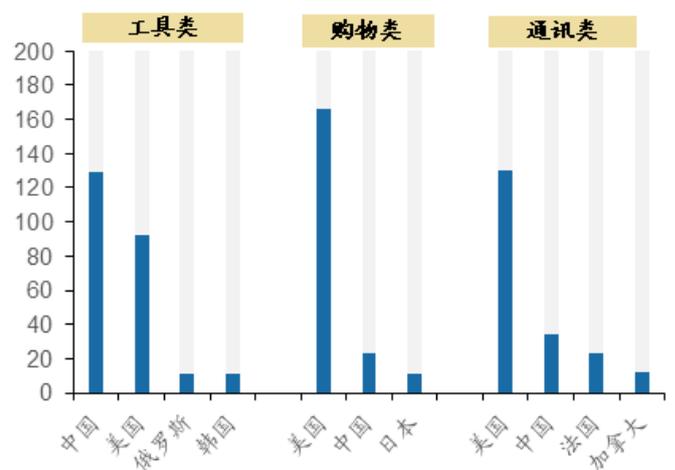
不仅仅是在欠发达地区战胜了其他竞争对手，我们在成熟市场本土也不断的抢占份额。我们以美国和日本为例，2018年日本市场工具类应用Top200当中中国类应用占比达到80个左右，而日本本土占比仅为70个左右；而根据伽马数据的统计，在公认的全球最难攻克的市场日本市场手游排行榜前100中，已经有18款是中国移动游戏。而在美国市场，根据DOTC统计，工具类应用Top200中已经有接近130款为国内厂商产品，而电商类应用Top200中同样有约20款为中国产品，社交网络类产品（包括部分内容类产品）Top200中约有30款为中国产品。在各个成熟市场上，国内应用在工具类牢牢占据第一名，在其他重度应用类别（如内容、游戏、电商等）逐步提高自身的渗透率，足以说明国内互联网公司的开发实力相较成熟市场也形成了一定优势。

图26: 2018年日本应用市场Top200应用来源



数据来源: DOTC, 广发证券发展研究中心

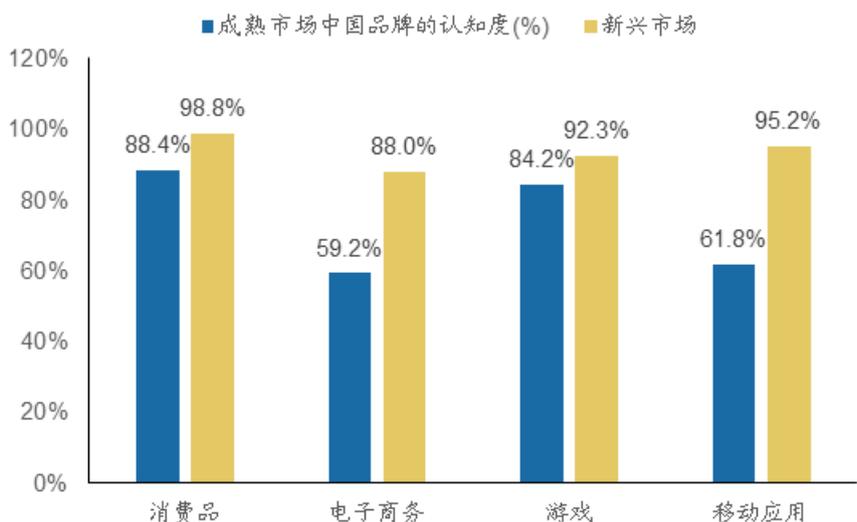
图27: 2018年美国应用市场Top200应用来源



数据来源: DOTC, 广发证券发展研究中心

而互联网产品上积累的优势转化为了品牌的知名度, 我们认为这或将逐渐打造中国互联网产品的优势。根据毕马威中国的调研, 中国目前在海外市场目前认可度最高的仍是消费品, 成熟市场认可度高达88%, 新兴市场认可度高达98.8%。而另外互联网产品的认可度也均较高。新兴市场对于中国电商、游戏、移动App的品牌认可度分别是88%、92.3%和95.2%; 而在成熟市场互联网产品的品牌认可度仍有提升空间, 电商、游戏、移动App分别为59.2%、84.2%和61.8%, 未来随着产品出海预计将仍有提升空间。

图28: 中国各个领域出海在国外消费者心中的知名度



数据来源: 毕马威中国调查, 广发证券发展研究中心

我们认为中国移动互联网开发者积累的优势是可持续的, 其关键在于本土巨大的消费市场帮助迭代试错、工程师红利和资本积累优势。为什么国内的互联网公司可以赢得全球性的优势, 我们认为首要原因系国内互联网消费市场巨大, 足够国内公司

完成产品的打磨和试错，根据CNNIC的统计，我国移动互联网人口达到8亿人以上，即使按照全球40亿上网人口计算，我国市场占比达到了20%左右，因此互联网公司在本土就竞争激烈，胜出的互联网产品往往已经试错迭代完毕，同时本土市场也提供了商业化现金流供其出海。

而第二个优势在于，国内享受着工程师红利，IT水平排名世界前列。HackerRank官网的数据调查显示，其统计了程序员最多的50个国家，并制定了一个1-100分的分数框架，结果中国程序员雄踞榜首，综合实力居第一，国内程序员在数据结构、数学和函数式编程等方面均位居前列；而数量上，我国每年约有30万计算机相关专业毕业生，全国大约有300万位程序员，这一数量也仅低于美国和印度居于第三名。

表 2: Top20 拥有最好程序开发者的国家和地区

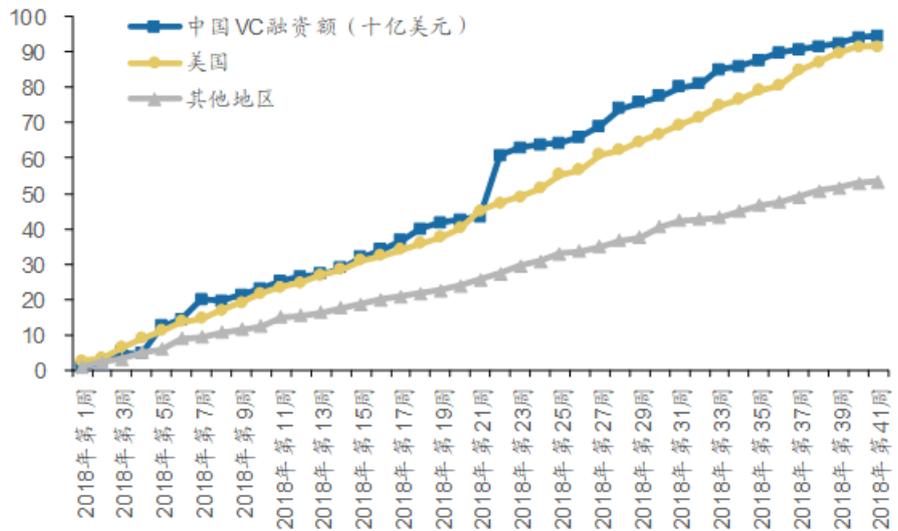
排名	国家	分数	排名	国家	分数
1	中国大陆	100.0	11	乌克兰	88.7
2	俄罗斯	99.9	12	保加利亚	87.2
3	波兰	98.0	13	新加坡	87.1
4	瑞士	97.9	14	德国	84.3
5	匈牙利	93.9	15	芬兰	84.3
6	日本	92.1	16	比利时	84.1
7	中国台湾	91.2	17	中国香港	83.6
8	法国	91.2	18	西班牙	83.4
9	捷克共和国	90.7	19	澳大利亚	83.2
10	意大利	90.2	20	罗马尼亚	81.9

数据来源：HackerRank，广发证券发展研究中心

注：排名由 HackerRank(黑客等级)社区中所有挑战的平均分生成

第三在资本上，2013年以来国内一级市场的火爆让国内互联网公司获得了足够资金的支持，国内已经形成了高投入、高回报的正循环。根据Crunchbase统计，截至2018年前10个月份中国科技科技公司获得的资金总额达到938亿美元，高于美国同期的916亿美元，创下历史新高，而其他地区加起来的风投总额仅为534亿美元，仅仅相当于中国风投总额的一半。互联网公司由于前期重视用户获取和留存，往往将商业化过程后置，因此前期VC的资本支持将对产品发展有极大的助力；而一旦形成了先发优势，互联网公司往往能够积累很强的头部效应。因此发达的一级融资市场也是美国与中国互联网行业领跑全球的原因。

图29：2018年前10个月中国市场VC的融资额已经超过了美国位居世界第一



数据来源：Crunchbase，广发证券发展研究中心

#### 四、未来哪些区域将是中国移动互联网公司的重点区域

我们前文中提到全球的移动互联网基础设施已经为国内出海打下了坚实基础，国内的互联网公司无论是在新兴市场还是成熟市场已经建立起来了部分优势，其背后依托的是国内庞大的消费市场、在产品、资本、模式创新上积累的优势。而在形成了全球竞争优势的同时，在字节跳动、腾讯、网易为代表的头部企业影响下，国内公司出海路径的选择明显有变，从过去选择周边熟悉的东南亚等边缘地区为第一优先级，到建立全球化运营团队，并开始逐步重视美国、欧洲、日韩等成熟市场。

我们总结了全球互联网公司超过170个国家的人口和用户数据，认为在全球互联网按照发达程度与否，可以主要分成四类地区：

- 成熟市场：主要包括北美、西欧、北欧和东亚。其特点是互联网人口在总人口的渗透率已经高达70%以上（除了东亚之外均达到了90%以上），并且依托本土市场诞生了全球化的互联网公司，如美国的Google、Facebook、Amazon、Netflix等公司；西欧的HIS Markit、Trivago等；北欧的Spotify、Skype、Supercell等；东亚则有中国的腾讯、阿里巴巴、百度、字节跳动等公司，日本的Line、CyberAgent、乐天，韩国的Naver与Kakao等公司。成熟市场地区共有人口超过23亿人，互联网人口接近18亿人，同时手机用户接近15亿人。
- 中高发展地区：主要包括南欧、东欧、东南亚、大洋洲和南美洲。其共同特点是互联网渗透率较高，普遍达到60%以上，但南欧、东欧、大洋洲和南美洲受限于本国市场过小并未诞生大型的互联网企业。其中东南亚地区凭借人口优势或有诞生出大型互联网公司的可能，如Garena、Grab、Lazada等公司均处于高速发展阶段。互联网的中高发展地区约包括16亿人口，其中互联网人口达到11亿，手机用户接近12亿，基本上互联网的接入方式都以手机为主。
- 中低发展地区：中部美洲、加勒比地区、西亚和中亚。这一地区的特征是人口较

少，互联网渗透率约为50%以上，基本很难诞生本土的全球互联网公司。中低发展地区约有人口6亿人，其中互联网人口约为3.5亿人，手机用户约为3.2亿人。

- ▶ 欠发达地区：包括非洲和南亚。这一地区目前是全球互联网人口红利的最大增量来源，其显著特征是互联网还处于普及阶段，渗透率不足50%。以印度所在的南亚为例，其人口中不到42%接入了互联网，社交网络的渗透率还不足25%。这一地区约包含了人口32亿人，其中互联网人口12.7亿人，手机用户约为16亿人。

我们认为目前国内互联网公司在部分中高发展地区已经取得了较大的出海先发优势，后续的发展重点一方面是向成熟市场如美国、日韩渗透，另外一方面则是进一步抢占欠发达新兴市场的红利。

表 3: 全球互联网发展情况划分（按照区域）

地区	人口	互联网人口 (百万)	互联网渗透率 (%)	手机用户数 (百万)	社交网络渗透率 (%)
<b>成熟市场</b>	<b>2320</b>	<b>1788</b>	<b>77%</b>	<b>1487</b>	<b>68%</b>
北美	365	347	95%	222	70%
西欧	194	182	94%	130	53%
北欧	105	100	95%	73	67%
东亚	1656	1159	70%	1063	70%
<b>中高发展</b>	<b>1577</b>	<b>1127</b>	<b>71%</b>	<b>1166</b>	<b>60%</b>
南欧	154	136	88%	118	58%
东欧	292	234	80%	260	48%
东南亚	659	415	63%	491	61%
大洋洲	42	29	69%	26	57%
南美洲	430	314	73%	271	66%
<b>中低发展</b>	<b>572</b>	<b>354</b>	<b>62%</b>	<b>322</b>	<b>51%</b>
中美	181	114	63%	100	62%
加勒比	44	22	51%	19	46%
西亚	275	182	66%	161	54%
中亚	72	36	50%	43	16%
<b>欠发达</b>	<b>3207</b>	<b>1273</b>	<b>40%</b>	<b>1607</b>	<b>21%</b>
北非	240	120	50%	142	40%
西非	387	159	41%	192	12%
中非	171	21	12%	52	7%
东非	440	141	32%	158	8%
南非	66	34	51%	62	38%
南亚	1903	799	42%	1001	24%

资料来源：Hootsuite《2019年全球数字报告》，广发证券发展研究中心

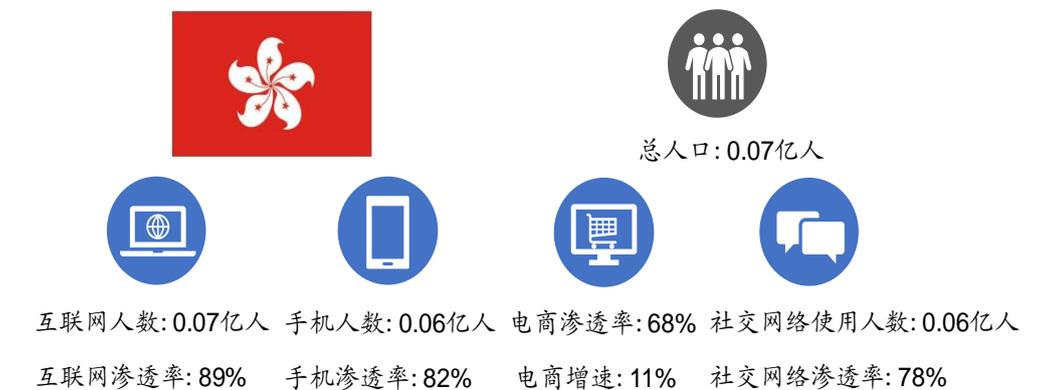
下面我们以各个典型地区或国家为例说明我们认为未来中国互联网公司的出海模式和节奏。

### 1. 已有优势的新兴市场：港澳台、东南亚

在中国大陆互联网公司出海已经占据优势的市场（如港澳台、东南亚），我们认为后续的发展方向是手游端变量为质，资本投资本地平台，流量优势转化为广告收入。

港澳台市场的特征是人口较少，互联网的发展程度较高。但是当地经济发达，人均GDP较高。以香港特别行政区为例，全城一共约700万人，其中手机互联网人口已经达到600万人，社交网络渗透率达到80%以上。根据Newzoo统计，其中约260万人是游戏玩家，鲸鱼玩家较多推高了ARPU值，中国香港地区市场的游戏市场超过3亿美金，手游市场占比75%以上。

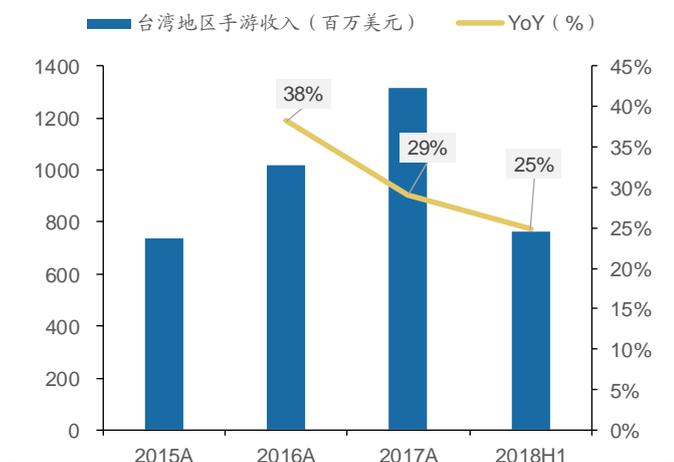
图30：香港特别行政区移动互联网发展概况



数据来源：Hootsuite《2019年全球数字报告》，广发证券发展研究中心

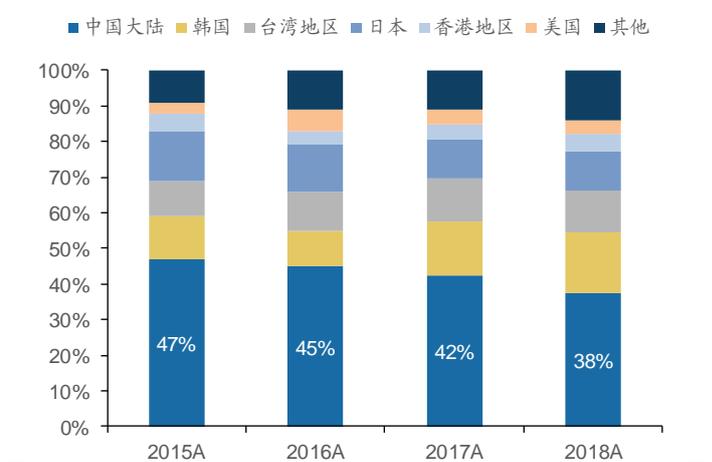
由于整体人口较小，文化相近，因此中国大陆互联网公司更多选择从港澳台的游戏产业进入该市场。如根据Newzoo的统计，中国台湾手游市场2018年约为13亿美金左右，其中国内发行商占据38%的份额。未来随着重磅游戏陆续退出和韩国的《天堂》系列退潮，市占率未来仍有提升空间。

图31：中国台湾2018年手游市场预计达到13亿美元



数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

图32：中国大陆手游2018年在中国台湾占比约为38%

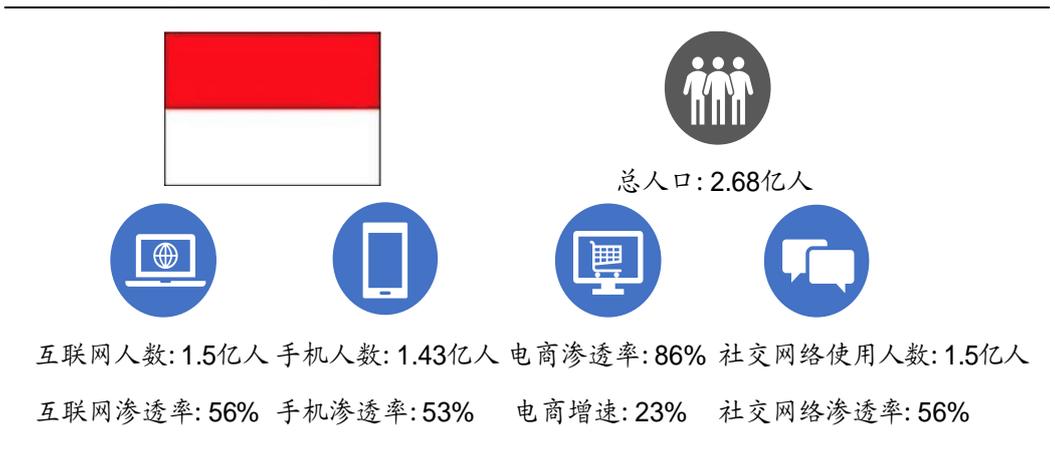


数据来源：App Annie，广发证券发展研究中心

同样是国内互联网公司占据优势的市场，东南亚市场则是人口红利广阔，但整体经济环境限制了ARPU值。我们按照主要东南亚国家（印尼、泰国、新加坡、马来西亚、菲律宾、越南）计算，则2018年实现GDP2.83万亿美元，包含人口5.73亿人，人均GDP约为4947美元，其经济体量基本与英国相当，但人口远超欧洲的任何一个国家。而在互联网发达程度上，我们以典型的印尼、菲律宾和马来西亚为例，其人口分别为2.7亿人、1.1亿人和3200万人，而对应的互联网人口分别为1.5亿人、0.76亿人和2600万，互联网渗透率分别为56%、71%和80%；细分领域方面，社交网络的渗透率分别为56%、71%和78%；电商的增速则分别为23%、20%和31%。目前东南亚的大部分人口已经被卷入互联网中，未来或将迎来广告、电商、服务平台等多种线上机会的爆发。

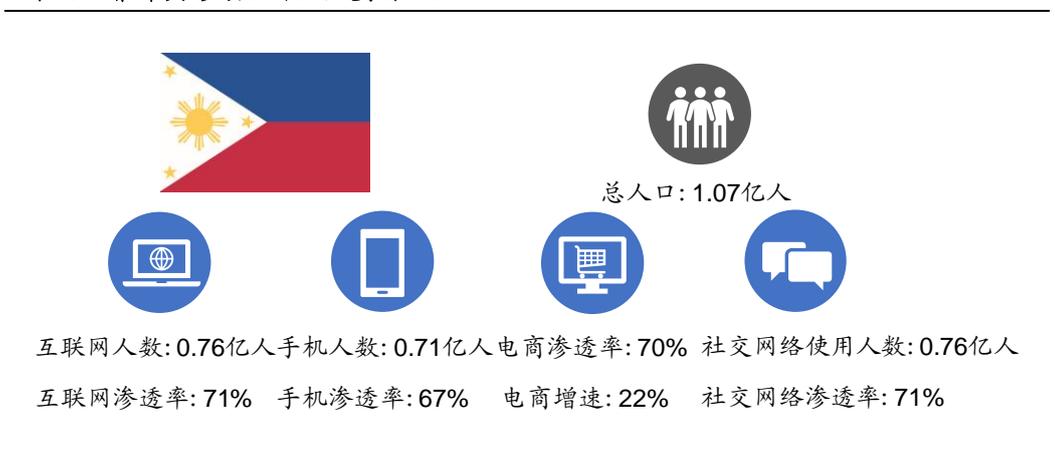
目前国内互联网公司在东南亚的游戏、工具类App已经积累较深，巨头将以资本参与互联网变“重”的过程。伴随着东南亚的互联网人口红利逐步爆发，我们预计其也将类似国内互联网的演进过程，内容上从轻到重，并且线上线下逐步结合。因此国内众多互联网巨头选择通过投资参股当地的互联网公司，如阿里投资了印尼的电商平台Tokopedia并控股了东南亚电商平台Lazada，腾讯投资了电商平台Shopee、娱乐平台Sea、出行平台Go-jek等。

图33：印尼移动互联网发展概况



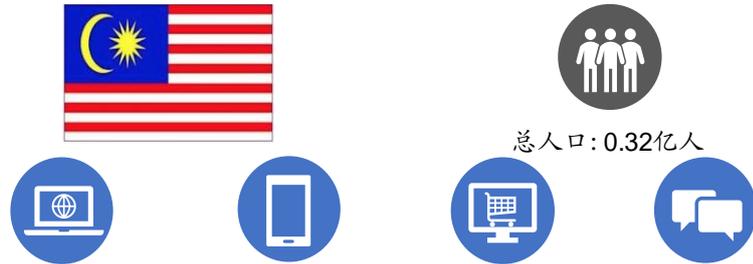
数据来源：Hootsuite《2019年全球数字报告》，广发证券发展研究中心

图34：菲律宾移动互联网发展概况



数据来源：Hootsuite《2019年全球数字报告》，广发证券发展研究中心

图35: 马来西亚移动互联网发展概况



互联网人数: 0.26亿人 手机人数: 0.25亿人 电商渗透率: 75% 社交网络使用人数: 0.25亿人  
互联网渗透率: 80% 手机渗透率: 77% 电商增速: 31% 社交网络渗透率: 78%

数据来源: Hootsuite《2019年全球数字报告》, 广发证券发展研究中心

另外由于线上发展较晚和本土市场并不大, 东南亚的广告市场线上化率并不高, 未来也有一定增长空间。从eMarketer对于2019年的预测来看, 印度尼西亚、泰国菲律宾、越南、马来西亚等国家的广告线上化率尚不足30%, 相比中国的69%左右的线上化率有着长足的提升空间。

表 4: 2019 年亚洲太平洋地区广告消费预计情况

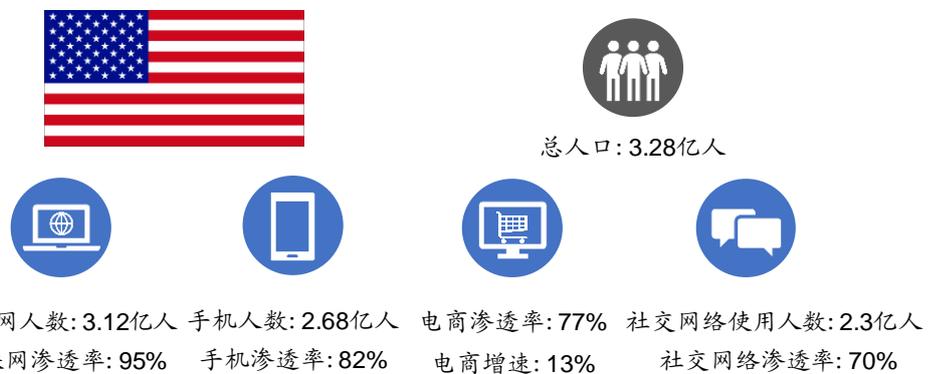
单位: 美元百万	总计	移动端	占比	数字广告	占比
中国大陆	110.45	63.45	57.4%	76.32	69.1%
日本	42.46	8.98	21.2%	13.22	31.1%
澳大利亚	12.32	4.88	39.6%	7.01	56.9%
印度	10.46	1.18	11.3%	2.05	19.6%
韩国	9.48	3.13	33.0%	4.11	43.4%
印度尼西亚	3.33	0.39	11.8%	0.68	20.4%
香港特别行政区	3.02	0.59	19.7%	0.79	26.2%
泰国	2.4	0.48	16.8%	0.59	24.8%
中国台湾	2.15	0.79	36.9%	1.04	48.1%
菲律宾	1.78	0.23	13.1%	0.41	22.9%
新加坡	1.6	0.36	22.7%	0.47	29.7%
新西兰	1.56	0.58	36.8%	0.82	52.8%
越南	1.26	0.19	15.1%	0.28	22.5%
马来西亚	1.21	0.21	17.5%	0.3	25.1%

数据来源: eMarketer, 广发证券发展研究中心

## 2. 逐步渗透成熟市场：美国、日本、韩国

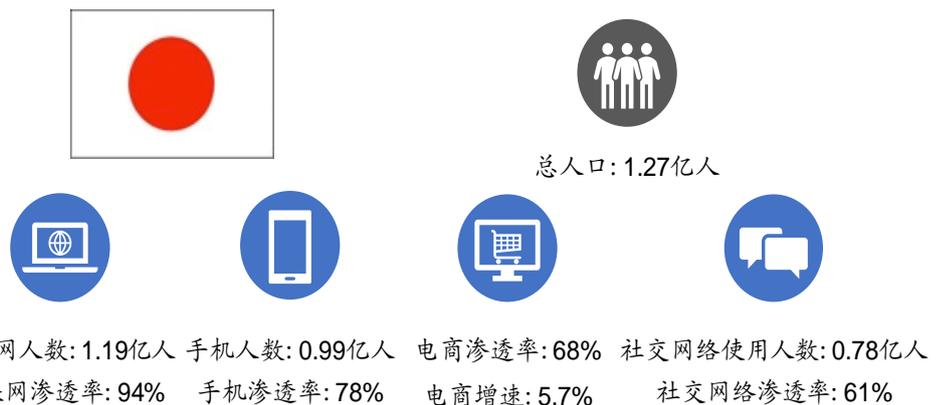
而在成熟的互联网市场（美、日、韩），我们认为国内互联网公司在手游端短期潜力最大，短视频（如TikTok等）将带动中国媒体抢占巨头之外的网盟份额。我们以美国和日本为例，根据Hootsuite的《2019年全球数字报告》，美国和日本分别人口为3.28亿人和1.27亿人，分别已经有3.12亿人和1.19亿人接入互联网，社交网络的渗透率分别为70%和61%。而美国是全球第一大广告市场、全球第二大游戏市场和全球第二大电商市场，日本也是全球第三大游戏市场和全球第三大广告市场。对成熟市场的逐步渗透是国内互联网公司的必由之路，目前来看我们在手游端拥有一定优势，但在广告、电商、本地服务市场想要快速进入美国和日本仍有一定难度。

图36：美国移动互联网发展概况



数据来源：Hootsuite《2019年全球数字报告》，广发证券发展研究中心

图37：日本移动互联网发展概况

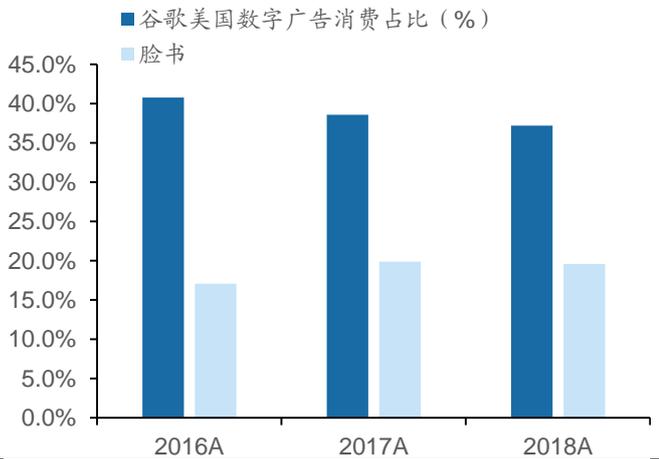


数据来源：Hootsuite《2019年全球数字报告》，广发证券发展研究中心

根据App Annie的统计，中国游戏在美国市场18H1同比增长52%达到6亿美金以上，而2018年全年收入增长更是超过60%，腾讯的手游《PUBG Mobile》还曾登顶美国手游畅销榜。

而虽然国内部分内容类产品也取得了部分美国互联网用户的时长，但由于美国的广告市场集中度极高，2018年根据eMarketer计算，Facebook和Google在数字广告当中的市占率56.8%，国内互联网公司高举高打赢得份额的难度较大，或能够凭借媒体时长切割第三方网盟广告收入的份额。

图38: 美国广告市场高度集中



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

图39: 中国手游在美国市场增长较快



数据来源: App Annie, 广发证券发展研究中心

### 3. 潜力较大的新兴市场: 印度、非洲、中东、南美

另外在潜力较大的新兴市场（如印度、非洲、中东、南美等），当前最主要仍是以App争夺流量为先，等待市场成熟仍需持续投入，部分区域手游等待突破。由于潜力较大的新兴市场各地情况不一，较为分散，我们按照南亚、非洲、中东和南美这一顺序逐一分析。

南亚印度市场的特征是人口众多，互联网设施较弱，广告、手游等线上消费市场完全未形成，短期需要不断持续投入。根据Hootsuite的统计，印度约有人口13.61亿人，其中上网人口仅为5.6亿人，渗透率仅为41%，而手机的使用渗透率仅为38%，社交网络的渗透率仅为23%，均处于较低水平，未来提升空间巨大。

而互联网时代的后发优势则体现在，我们预计印度人口的大规模触网将爆发在无线端，主要原因包括：1) 之前的PC存量太低，由于印度尚未经历PC互联网时代，PC一直是“富人的玩具”；2) 运营商的4G军备竞赛，10-20家印度通信运营商竞争激烈让资费较为便宜；3) 中国供应链提供了大量低价的智能手机。

图40: 印度移动互联网发展概况



互联网人数: 5.6亿人 手机人数: 5.15亿人 电商渗透率: 74% 社交网络使用人数: 3.1亿人  
互联网渗透率: 41% 手机渗透率: 38% 电商增速: 23% 社交网络渗透率: 23%

数据来源: Hootsuite 《2019年全球数字报告》, 广发证券发展研究中心

而在用户的跑马圈地阶段, 印度尚未形成完整的互联网商业化环境。如根据PubMatic的统计, 印度市场2018年广告市场同增20%, 但总量不及20亿美元, 其中数字广告的增速约为17%, 绝对金额不足5亿美元, 而中美两国的互联网广告市场均为500亿美金以上。另外, Newzoo预计印度的手游收入2018年为11亿美元, 到2020年才能到24亿美元左右(CAGR约为49%), 但仍远远落后于中美市场。而电商市场方面, 根据eMarketer的统计, 2018年印度电商市场规模预计达到327亿美元, 也远低于成熟市场。因此短期来看, 国内互联网公司仍需要付出较大的成本在印度市场获客, 从而为后面的发展奠定基础。

图41: 2018年印度广告市场预计不到10亿美元



数据来源: PubMatic, 广发证券发展研究中心

图42: 2018年印度数字广告市场预计不到5亿美元



数据来源: PubMatic, 广发证券发展研究中心

目前, 除了本身的产品进入印度之外, 腾讯、阿里巴巴也在通过资本投资的方式进入印度互联网市场。2018年, 两家互联网巨头主要是沿着自己的主营业务在印度以投资作布局, 如阿里投资了印度本地的支付平台Paytm和当地的物流快递平台XpressBees, 以及本地生活平台Zomato和Bigbasket。而腾讯也投资了印度本地的资讯软件Newsdog、音乐软件Gaana、体育游戏平台Dream11等。

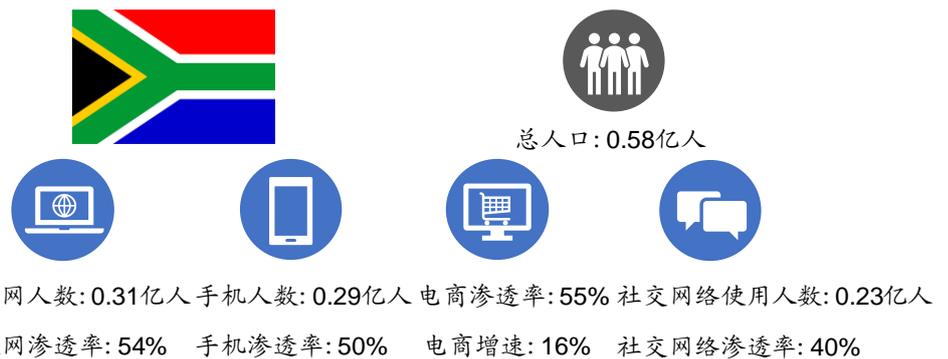
表 5: BAT 2018 年投资外国案例 (印度)

年份	时间	投资公司	轮次	金额	简介
XpressBees	2018 年 1 月	阿里巴巴	C 轮	3500 万美元	物流公司, 同时提供供应商管理、跨境服务、以及定制化的软件解决方案
Bigbasket	2018 年 2 月	阿里巴巴	战略投资	3 亿美元	本地生活-印度最大的在线生鲜递送平台
Zomato	2018 年 2 月	阿里巴巴	战略投资	2 亿美元	本地生活-美食推荐平台, 印度版大众点评
Paytm	2018 年 2 月	阿里巴巴	战略投资	4.45 亿美元	金融-印度最大移动支付和商务平台, 印度支付宝
Paytm Mall	2018 年 3 月	阿里巴巴	B 轮	4.45 亿美元	电商-印度电商平台
Gaana	2018 年 2 月	腾讯	B 轮	1.15 亿美元	文化娱乐-印度音乐流媒体公司
Newsdog	2018 年 5 月	腾讯	C 轮	5000 万美元	文化娱乐-印度新闻资讯平台, 是新闻巨头 CNN 的首位战略合作伙伴
Dream11	2018 年 9 月	腾讯	D 轮	1 亿美元	游戏-印度最大的体育游戏平台

资料来源: 21 财经, 广发证券研究发展中心

而非洲地区的互联网基础设施情况与印度类似。根据Hootsuite的《2019年全球数字报告》, 即使是最为发达的南非, 其总人口约为5800万人, 互联网人口为3100万人, 互联网的渗透率也仅为54%, 其他撒哈拉以南的非洲地区触网人口更少。而目前的非洲市场显然也未能建立起成熟的互联网商业化环境, 当前国内的互联网公司开拓非洲市场仍以拓展用户为主, 尚未到商业化变现的时点上。

图 43: 南非移动互联网发展概况

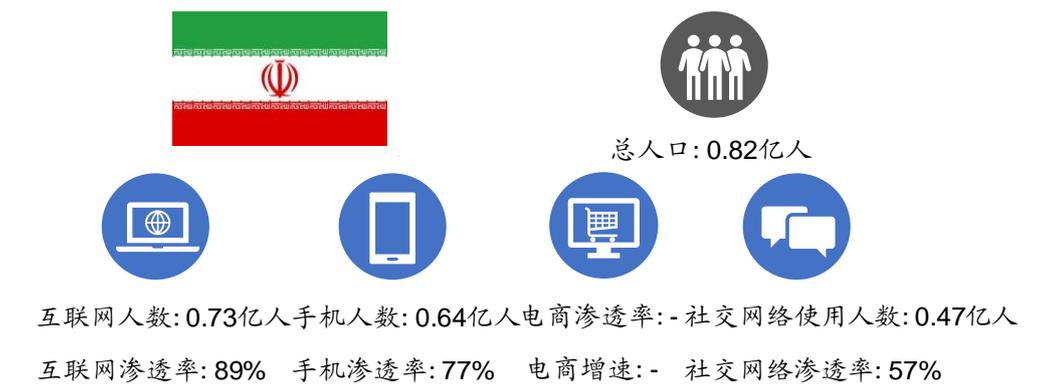


数据来源: Hootsuite 《2019年全球数字报告》, 广发证券发展研究中心

中东地区地区互联网的渗透率并不低, 其一大特征是手游市场高ARPU值玩家较多。我们以伊朗为例, 根据Hootsuite的《2019年全球数字报告》, 伊朗总人口约为8200万人, 其中7300万人已经是互联网用户, 互联网渗透率高达89%, 另外手机用户占比也高达77%, 说明伊朗等中东国家已经在基础设施上做好了准备, 而只是当地缺少相应的互联网企业和产品服务。我们认为在贫富差距较大的地区, 游戏或许是变

现最好的方式之一。根据AdColony统计，中东地区手游的付费率不足20%，因此手游市场基本上由大R玩家支撑，另外玩家的显著特点是闲暇时间较多，且愿意付费，因此策略类游戏较为适合当地的环境。根据Teebik的数据显示，2018年第一季度，中国在整个中东市场畅销前三甲游戏分别为《苏丹的复仇》、《列王的纷争》和《末日争霸》。其中《苏丹的复仇》是龙腾简合针对中东市场专门研发的一款策略战争游戏，做了较多的本地化调整，也取得了巨大的成功，后续我国的手游公司或加快向中东进发的脚步。

图44：伊朗移动互联网发展概况



数据来源：Hootsuite《2019年全球数字报告》，广发证券发展研究中心

南美地区的互联网基础设施较中东而言落后一些，但两地有较多类似的地方。南美和中东一样贫富差距较大，另外互联网基础设施具备了一定的条件，但本地都没有较大的互联网公司诞生，且已经具有了一定的商业化环境。以巴西为例，根据Hootsuite的统计，巴西人口约为2.12亿人，互联网人口约为1.49亿人，渗透率达到70%，而社交网络的使用率也达到了66%。整体上，拉丁美洲拥有26个国家，总人口数量与欧洲持平，根据Teebik统计，拉美2016年游戏市场规模达到39亿美元，2017年将达到44亿美元，巴西游戏市场份额占据整个拉美市场近三分之一。而2017年，App Store与Google Play年度App综合下载排名中，中国企业两家入选巴西市场领先的前十大企业：九邦数码（Gomo，第四位）和猎豹移动（Cheetah Mobile，第六位）。而2018年以来，中国企业出海巴西也呈现加速趋势。根据白鲸研究院的统计，截止2018年2月中国出海公司7080家及旗下产品15204款中，已有1351款产品在App Store巴西上线，其中Funplus的《阿瓦隆之王》甚至进入了畅销榜前十。

图45: 巴西移动互联网发展概况



互联网人数: 1.49亿人 手机人数: 1.39亿人 电商渗透率: 68% 社交网络使用人数: 1.4亿人  
互联网渗透率: 70% 手机渗透率: 66% 电商增速: 12% 社交网络渗透率: 66%

数据来源: Hootsuite 《2019年全球数字报告》, 广发证券发展研究中心

## 投资建议:

我们认为未来2-3年内中国移动互联网出海将持续保持强劲势头,一方面全球互联网的基础设施已经建立,国内互联网公司的出海深度和广度不断加强,从工具到内容、从产品到资本等,中国传媒互联网公司在全球产业链上已经体现出了极强的竞争优势;另外一方面则是国内市场逐渐饱和,大小互联网公司均在开拓海外市场,二级市场也有望从上市公司的出海中分享到相应红利。我们认为可以沿着两条线在A股寻找互联网出海的相关标的:

**1) 服务于出海互联网公司的营销企业。**由于全球流量成本逐渐升高,国内互联网公司出海过程中需要进行大量的广告投放,而此前在海外已经有较多媒体资源的广告中介公司做的是金矿旁边“卖水和铲子”的生意,或能从国内的移动互联网出海热潮中直接受益。推荐关注蓝色光标、智度股份、汇量科技等。

- **蓝色光标:** 公司2018年全年实现营收231.04亿元,同比增长51.7%;实现归母净利润3.89亿元,同比增长75%。其中出海广告投放业务实现营收121.01亿元,同比大幅增长178.75%,营收占比为52.4%,相比2017年提高23.9pct,其中广告主品类主要包括游戏、电商和品牌类。我们预计公司2019-2021年将实现归母净利润5.51亿元、7.59亿元和8.90亿元。公司目前旗下的蓝翰互动专注于出海营销业务服务,已经成为Facebook在华指定代理商,公司也是Google、TikTok、Twitter、LinkedIn等主流媒体的核心代理商,另外在海外拥有较多的KOL网红资源以及线下媒体宣传资源。
- **智度股份:** 公司2018年全年营收同增20.4%至76.7亿元,其中海外收入同比增长44%达到16.13亿元,营收占比达到21%,海外业务毛利率达到48.7%,同比提高7.0pct。公司旗下已经构建了移动互联网流量入口-经营平台-变现渠道的“三位一体”生态链体系,境外主要依托Spigot搭建了流量入口平台,境内则主要FMObI、万流客、应用汇等中长尾资源矩阵,此外也代理了包括腾讯、百度、VIVO等核心广告资源,为广告主提供立体式服务。
- **汇量科技:** 公司2018年实现收入4.34亿美元,同比增长38.9%。公司基于大数据和AI技术,通过其广告投放服务为移动应用开发者进行用户获取,同时公司也帮助App

作为广告发布者实现流量变现。公司的媒体资源主要集中在亚太地区（非国内），而在出海浪潮推动下，来自大中华地区的广告主贡献收入同比增长98.1%达到2.78亿美元，占收入比重上升18.9pct至63.8%。公司目前业务覆盖全球60个国家，触达200+国家的终端用户，将有效为出海广告主提供触达流量的机会。

**2) 以游戏等重度内容为主的A股上市公司。**我们认为目前出海已经逐渐从纯工具走向了重度内容相结合的成熟阶段，国内的游戏公司有着较完备的产品设计经验和较强的运营能力，而更为重要的是，本土巨大的手游消费市场足以让从竞争中脱颖而出的公司具有极强的全球化发行能力和资本储备。推荐关注三七互娱、游族网络、中文传媒、宝通科技等公司。

- **三七互娱：**公司坚持“精品化、多元化、平台化、全球化”的发展战略，核心管理层年富力强，具备前瞻战略布局能力。且公司在发行市场上已经建立起了较强的先发优势，后续有望在产品类型上和海外市场实现多元化突破。我们预计公司2019-2020年实现净利润18.4亿、21.6亿元。2018年公司海外同比基本持平达到9.3亿元，占收入比重约为12.1%。公司目前的海外品牌37GAMES覆盖200多个国家和地区，全球发行手机游戏近80款。
- **宝通科技：**公司子公司易幻网络专注于移动网络游戏的海外发行和运营，已在全球发行近230多款游戏，覆盖全球150多个国家、十几种语言，2018年根据AppAnnie公布的“中国App发行商出海收入榜单”，易幻网络排名第9。2018年全年公司累计新增代理运营的游戏产品多达30款，其中港澳台6款、韩国10款、东南亚10款、其他地区4款。2018年整体营收同增37.1%至21.66亿元，其中境外收入同增44.43%达到15.96亿元，占收入比重达到73.7%。
- **中文传媒：**公司旗下智明星通专注于全球化的游戏发行，位居2018 iOS&Google中国游戏海外收入榜第5名，2018年智明星通实现收入31.21亿元，合并层面净利润7.38亿元，保持平稳增长。而根据公司披露，19Q1公司拳头游戏COK平均月流水1.22亿元，付费用户数约为19.1万人；而智明星通实现收入6.6亿元，累计推广费用仅为4137万元。
- **游族网络：**公司坚持“精实增长”战略，立足“大IP”“精品化”“全球化”三大方向，2018年公司加速全球化和区域化布局，新建新加坡研发中心，并在印度、土耳其、韩国、泰国均设立了分公司；持续优化海外产品矩阵，在长线运营《Legacy of Discord-Furious Wings》等手游，推出《Era of Celestials》，《League of Angels III》等新作，并通过战略合作、大型展会等形式整合区域流量，进一步拓宽全球游戏综合发行网络。公司2018年海外收入同比下滑6.3%达到18.4亿元，占收入比重约为51.5%。

表 6: Wind 一致预期下的相关公司估值表

股票简称	股票代码	货币	最新股价 (元)	最新市值 (百万元)	净利润 (百万元)			PE		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
<b>广告营销公司</b>										
蓝色光标	300058.SZ	人民币	4.19	10,295	389	682	726	26.5	15.1	14.2
汇量科技	01860.HK	美元	0.47	726	22	66	100	33.2	11.0	7.3
省广集团	002400.SZ	人民币	3.04	5,300	186	415	490	28.5	12.8	10.8
华扬联众	603825.SH	人民币	12.06	2,787	128	260	359	21.7	10.7	7.8
智度股份	000676.SZ	人民币	8.91	9,088	713	-	-	12.7	-	-
<b>游戏公司</b>										
三七互娱	002555.SZ	人民币	12.58	26,731	1,009	1,879	2,238	26.5	14.2	11.9
宝通科技	300031.SZ	人民币	12.20	4,841	272	359	440	17.8	13.5	11.0
中文传媒	600373.SH	人民币	13.22	18,216	1,619	1,803	2,014	11.3	10.1	9.0
游族网络	002174.SZ	人民币	17.24	15,317	1,009	1,227	1,475	15.2	12.5	10.4
完美世界	002624.SZ	人民币	24.30	31,950	1,706	2,157	2,506	18.7	14.8	12.7
吉比特	603444.SH	人民币	197.80	14,218	723	834	967	19.7	17.0	14.7

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 所有公司的盈利预测均按照 Wind 一致预期计算, 日期截至 2019 年 6 月 11 日

## 风险提示

- 1) 互联网公司出海速度不及预期的风险;
- 2) 当地政策法规收紧的风险;
- 3) 国内货币政策超预期收紧, 一级市场无法为互联网公司提供资金支持的风险。

## 广发传媒行业研究小组

- 旷实：首席分析师，北京大学经济学硕士，2017年3月加入广发证券，2011-2017年2月，供职于中银国际证券。
- 朱可夫：分析师，香港科技大学经济学硕士，中国人民大学金融学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 叶敏婷：联系人，西安交通大学工业工程硕士、管理学学士，2018年加入广发证券发展研究中心
- 吴桐：联系人，武汉大学金融学硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 徐呈隽：联系人，复旦大学世界经济硕士、浙江大学经济学学士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。